



Bulletin trimestriel
2/2023 Juin

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



Bulletin trimestriel
2/2023 Juin

41^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 22 juin 2023	6
Stratégie de politique monétaire de la BNS	7
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	8
3 Évolution économique en Suisse	14
4 Prix et anticipations d'inflation	19
5 Évolution monétaire	23
Mise en œuvre de la politique monétaire sur le marché monétaire	29
Signaux conjoncturels	30
Chronique monétaire	38
Glossaire	40

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse (BNS) pour l'examen de juin 2023 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 22 juin 2023) 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 22 juin 2023. Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

L'essentiel en bref

- Le 22 juin 2023, la Banque nationale a décidé de poursuivre le resserrement de sa politique monétaire. Elle a relevé le taux directeur de la BNS de 25 points de base pour le porter à 1,75% afin de contrer la pression inflationniste, qui s'est encore accrue. La prévision d'inflation conditionnelle à moyen terme s'est inscrite au-dessus de celle de mars. Elle aurait été encore plus élevée sans le relèvement de taux.
- La dynamique de la croissance mondiale et les perspectives pour les trimestres à venir demeurent modérées. L'inflation a un peu reculé grâce à la baisse des prix de l'énergie, mais reste dans de nombreux pays nettement supérieure aux valeurs visées par les banques centrales. Beaucoup de ces dernières ont donc continué à resserrer leur politique monétaire. L'inflation devrait se maintenir à un niveau élevé pendant un certain temps.
- En Suisse, la conjoncture est restée solide au premier trimestre 2023, conformément aux prévisions. Son évolution ultérieure devrait cependant être modérée. La Banque nationale table sur une hausse du PIB d'environ 1% pour 2023. Cette prévision reste entourée d'une forte incertitude.
- L'inflation annuelle mesurée par l'IPC a baissé entre février et mai, passant de 3,4% à 2,2%. Elle reste cependant au-dessus de la plage de stabilité des prix. Les anticipations d'inflation à court terme ressortant des sondages se maintiennent à un niveau élevé. Les anticipations à moyen terme continuent de se situer dans la plage assimilée à la stabilité des prix.
- La valeur extérieure du franc a augmenté de façon modérée. Les cours des actions ont monté, tandis que les rendements à long terme des obligations ont légèrement reculé. La hausse des prix immobiliers a ralenti. Les agrégats monétaires se sont réduits. En revanche, la croissance du crédit est restée solide.

1

Décision de politique monétaire du 22 juin 2023

La Banque nationale poursuit le resserrement de sa politique monétaire et relève son taux directeur à 1,75%

La Banque nationale (BNS) poursuit le resserrement de sa politique monétaire et relève le taux directeur de la BNS de 25 points de base pour le porter à 1,75%. Elle contre ainsi la pression inflationniste, qui s'est à nouveau accentuée à moyen terme. Il n'est pas exclu que d'autres relèvements de taux soient nécessaires pour assurer la stabilité des prix à moyen terme. Afin de garantir des conditions monétaires appropriées, la Banque nationale reste en outre disposée à être active au besoin sur le marché des changes. Dans le contexte actuel, il s'agit principalement de la vente de devises.

Le changement de taux entre en vigueur demain, le 23 juin 2023. Les avoirs à vue détenus par les banques à la BNS sont rémunérés, jusqu'à un seuil défini, au taux directeur de la BNS. La part des avoirs dépassant ce seuil est rémunérée au taux de 1,25%, soit au taux directeur de la BNS minoré comme jusqu'ici de 50 points de base.

Au cours des derniers mois, l'inflation a sensiblement ralenti. En mai, elle s'inscrivait à 2,2%. Cette évolution est principalement due au ralentissement du renchérissement des biens importés, et surtout à la baisse des prix des produits pétroliers et du gaz naturel.

La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un taux directeur de la BNS maintenu constant à 1,75% pendant toute la période de prévision (voir graphique 1.1). Jusqu'à fin 2023, elle s'inscrit en dessous de celle de mars du fait de la baisse des cours du pétrole et du gaz, et en raison de l'appréciation du franc. À partir de 2024, elle dépasse celle de mars, et ce malgré le relèvement annoncé aujourd'hui. Cette évolution s'explique notamment par une persistance des effets de second tour, par une augmentation du prix de l'électricité et des loyers et par le fait que la pression inflationniste venant de l'étranger s'avère durer plus longtemps que prévu. Dans la nouvelle prévision, l'inflation s'inscrit, en moyenne annuelle, à 2,2% en 2023 et en 2024, et à 2,1% en 2025 (voir tableau 1.1). Sans le relèvement de taux décidé aujourd'hui, elle s'inscrirait à un niveau encore plus élevé à moyen terme.

Au premier trimestre 2023, la croissance a été modérée dans les pays industrialisés. Si l'inflation a de nouveau reculé dans de nombreux pays, elle demeure bien supérieure aux valeurs visées par les banques centrales. L'inflation sous-jacente, notamment, persiste à un niveau élevé. Dans ce contexte, de nombreuses banques centrales ont poursuivi le resserrement de leur politique monétaire, mais à un rythme un peu plus modéré qu'aux trimestres précédents.

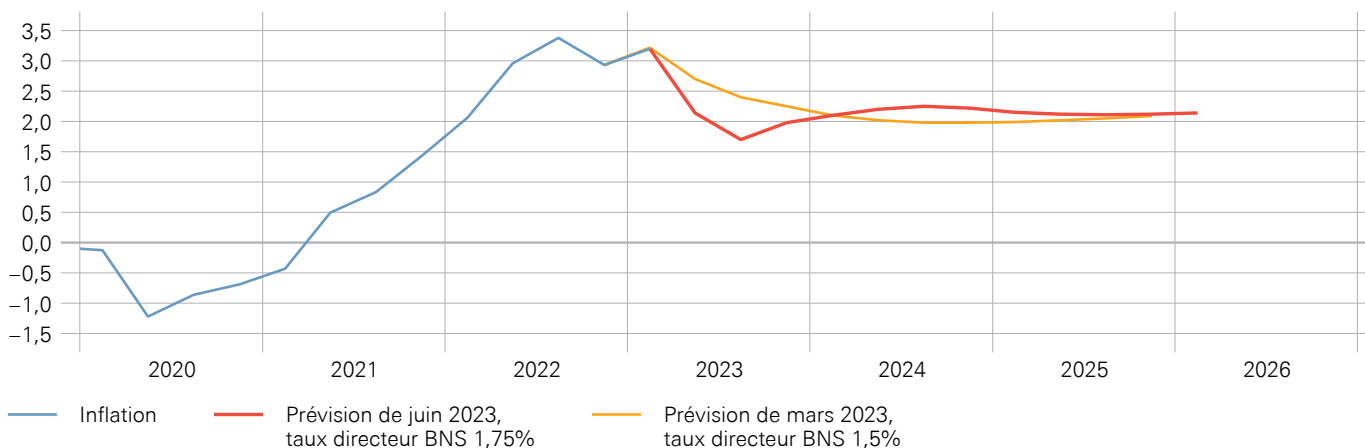
Pour les prochains trimestres, les perspectives de croissance mondiale demeurent modestes. Dans le même temps, l'inflation devrait rester globalement élevée. À moyen terme, elle devrait néanmoins retrouver des niveaux plus faibles, en particulier du fait du resserrement des politiques monétaires et du ralentissement conjoncturel.

De grands risques continuent de grever ce scénario de base pour l'économie mondiale. Le niveau élevé de l'inflation dans certains pays pourrait notamment se montrer plus persistant que ce que nous anticipons. De même, l'approvisionnement énergétique de l'Europe pourrait redevenir problématique l'hiver prochain.

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE JUIN 2023

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



Sources: BNS et OFS.

En Suisse, le produit intérieur brut (PIB) a enregistré une croissance soutenue au premier trimestre 2023. La création de valeur s'est intensifiée dans les services et a légèrement progressé dans l'industrie. Le marché du travail est demeuré solide, et les capacités de production ont été bien utilisées jusqu'ici.

Cependant, la Banque nationale s'attend à une croissance modeste pour le reste de l'année. Ce ralentissement devrait résulter de la faiblesse de la demande extérieure, des pertes de pouvoir d'achat dues au renchérissement et du durcissement des conditions de financement. Dans l'ensemble, le PIB devrait progresser cette année d'environ 1%. Dans un tel contexte, il est probable que le chômage progressera légèrement et que l'utilisation des capacités de production reculera quelque peu.

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

Sur le marché immobilier, l'augmentation des prix des maisons individuelles et des appartements en propriété par étage a ralenti ces derniers trimestres, et les prix des immeubles locatifs résidentiels ont reculé. Quant à la croissance du volume des prêts hypothécaires, son rythme est demeuré largement inchangé. Sur les marchés hypothécaire et immobilier, les vulnérabilités persistent.

Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

Pour remplir cette mission, la BNS a développé une stratégie de politique monétaire comportant trois éléments. Premièrement, la BNS entend par stabilité des prix une hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%. Elle prend ainsi en considération le fait que le renchérissement est en réalité légèrement inférieur à ce qui ressort de l'IPC. Elle estime par ailleurs que le renchérissement doit pouvoir fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel. Deuxièmement, la BNS résume chaque trimestre,

sous la forme d'une prévision d'inflation, son appréciation des pressions à la hausse sur les prix et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux directeur de la BNS constant, montre l'évolution de l'IPC que la Banque nationale attend pour les trois prochaines années. Troisièmement, la BNS fixe son taux directeur pour la mise en œuvre de sa politique monétaire. Elle vise à maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs à un niveau proche de celui de son taux directeur. Au besoin, elle peut recourir à d'autres mesures de politique monétaire pour influencer sur le cours de change ou sur le niveau des taux d'intérêt.

Tableau 1.1

INFLATION OBSERVÉE, JUIN 2023

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

Source: OFS.

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE JUIN 2023

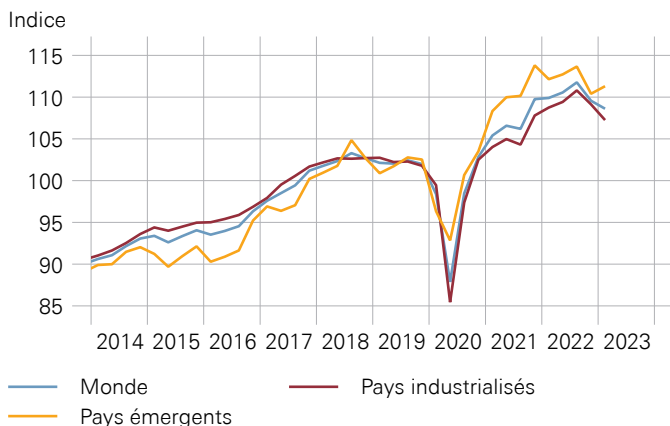
	2023				2024				2025				2026				2023	2024	2025	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Prévision de mars 2023, taux directeur BNS 1,5%	3,2	2,7	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1						2,6	2,0	2,0
Prévision de juin 2023, taux directeur BNS 1,75%		2,1	1,7	2,0	2,1	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1					2,2	2,2	2,1

Source: BNS.

Graphique 2.1

COMMERCE INTERNATIONAL DE BIENS

Moyenne de la période considérée = 100



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

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

Au premier trimestre 2023, la croissance a été modérée dans les pays industrialisés. En Europe, le resserrement de la politique monétaire, les pertes de pouvoir d'achat dues à l'inflation et la situation énergétique ont freiné le développement. En revanche, l'activité économique a gagné en vigueur en Chine après l'abrogation totale, en décembre, des mesures visant à endiguer le coronavirus. La conjoncture globalement modérée au niveau international s'est reflétée dans le commerce mondial, qui a de nouveau fléchi au premier trimestre (voir graphique 2.1). Si l'inflation a poursuivi son recul dans de nombreux pays, elle demeure bien supérieure aux valeurs visées par les banques centrales. L'inflation sous-jacente, notamment, persiste à un niveau élevé. Dans ce contexte, de nombreuses banques centrales ont poursuivi le resserrement de leur politique monétaire, mais à un rythme un peu plus modéré qu'aux trimestres précédents.

Les perspectives de croissance mondiale demeurent modestes. Cela tient notamment aux pertes de pouvoir d'achat entraînées ces derniers trimestres par le renchérissement, ainsi qu'au resserrement des politiques monétaires. Dans un premier temps, l'inflation devrait rester élevée au niveau mondial. À moyen terme, elle devrait néanmoins retrouver des niveaux plus modérés, sous l'effet notamment des politiques monétaires plus restrictives et du ralentissement conjoncturel.

Tableau 2.1

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

	2019	2020	2021	2022	Scénario	
					2023	2024
PIB, variation en % sur 12 mois						
Économie mondiale ¹	2,8	-2,8	6,3	3,4	3,4	2,9
États-Unis	2,3	-2,8	5,9	2,1	1,3	0,5
Zone euro	1,6	-6,2	5,3	3,5	0,7	0,7
Japon	-0,4	-4,3	2,2	1,0	1,0	0,9
Chine	6,0	2,2	8,4	3,0	6,0	5,0
Prix du baril de pétrole en dollars des États-Unis						
	64,3	41,8	70,7	100,9	78,6	77,0

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

Sources: BNS et Refinitiv Datastream.

Des risques élevés grèvent ce scénario pour l'économie mondiale. Le haut niveau de l'inflation dans certains pays pourrait notamment se montrer plus persistant que dans ce scénario. De même, l'approvisionnement énergétique de l'Europe pourrait redevenir problématique l'hiver prochain.

Pour établir ses prévisions relatives à l'économie mondiale, la Banque nationale se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole et celui de l'euro face au dollar des États-Unis. Elle part d'un prix de 77 dollars des États-Unis le baril de Brent (85 dollars dans le scénario de base précédent) et d'un cours de 1,10 dollar pour 1 euro (1,08 dollar précédemment). Ces deux données correspondent à une moyenne calculée sur vingt jours au moment de l'établissement du présent scénario de base.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mars, les développements sur les marchés financiers mondiaux sont restés marqués par l'inflation et par les tensions dans le système bancaire américain. De plus, l'incertitude entourant le relèvement du plafond de la dette aux États-Unis a provisoirement engendré une certaine volatilité. Des signaux conjoncturels positifs, notamment aux États-Unis, ont cependant contribué à détendre un peu le climat sur les marchés financiers au cours du deuxième trimestre, la propension aux risques repartant à la hausse.

Les rendements des obligations d'État à dix ans dans les pays industrialisés ont eu tendance à légèrement augmenter, soutenus notamment par le fait que les marchés anticipaient pour la plupart des pays un maintien des politiques monétaires restrictives sur une période plus longue que prévu jusqu'ici. Les rendements des obligations d'État britanniques ont affiché une progression plus marquée en raison d'une inflation étonnamment élevée et d'une forte hausse des salaires (voir graphiques 2.2 et 2.3).

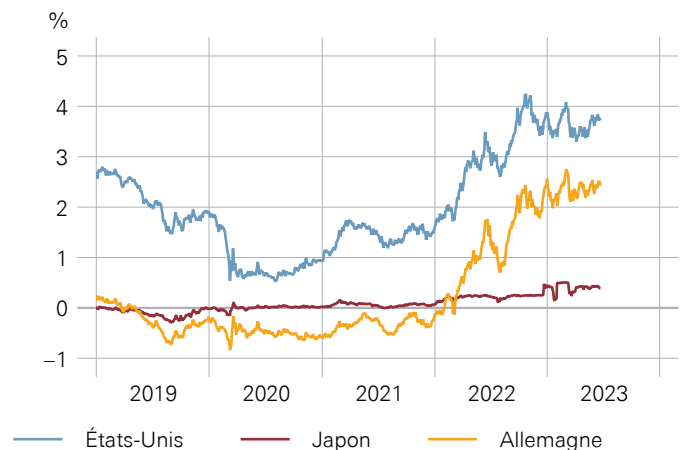
Soutenus par des signaux conjoncturels globalement favorables venant des États-Unis et par une détente dans le secteur bancaire américain, les marchés mondiaux des actions se sont légèrement redressés. Par conséquent, l'incertitude concernant la future évolution des cours a de nouveau fléchi, comme en témoigne l'indice VIX aux États-Unis, qui reflète la volatilité attendue des actions mesurée à partir du prix des options (voir graphique 2.4).

Les perspectives relatives à la politique monétaire des pays industrialisés et l'évolution du secteur bancaire américain ont de nouveau influencé les mouvements sur le marché des changes. Dans un premier temps, le dollar des États-Unis s'est déprécié en valeur pondérée par le commerce extérieur, avant de se redresser récemment. L'euro a quant à lui affiché une évolution inverse. La perspective d'un assouplissement durable de la politique monétaire au Japon a affaibli le yen, tandis qu'à l'inverse, le resserrement de la politique monétaire qui se profile

Graphique 2.2

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE

Obligations d'État à 10 ans

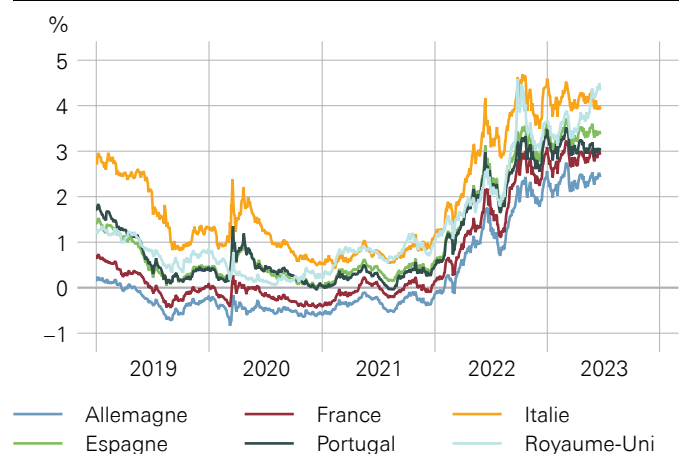


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.3

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE

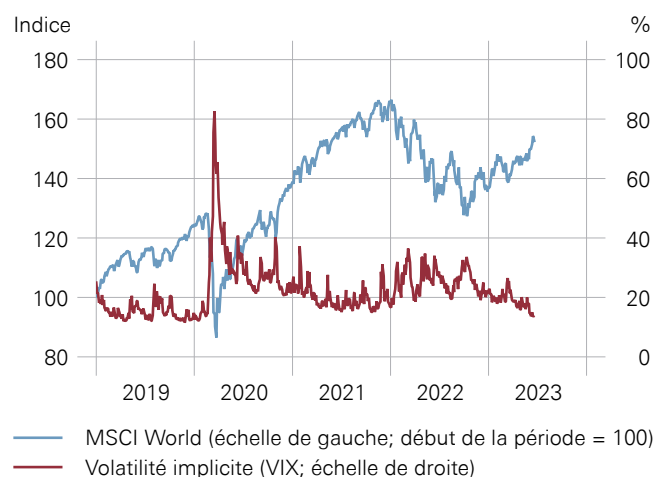
Obligations d'État à 10 ans



Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.4

MARCHÉS DES ACTIONS



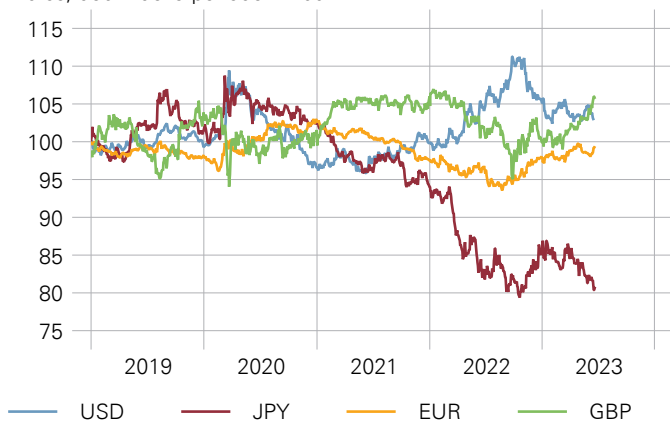
Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.5

COURS DE CHANGE

Pondérés par le commerce extérieur

Indice, début de la période = 100

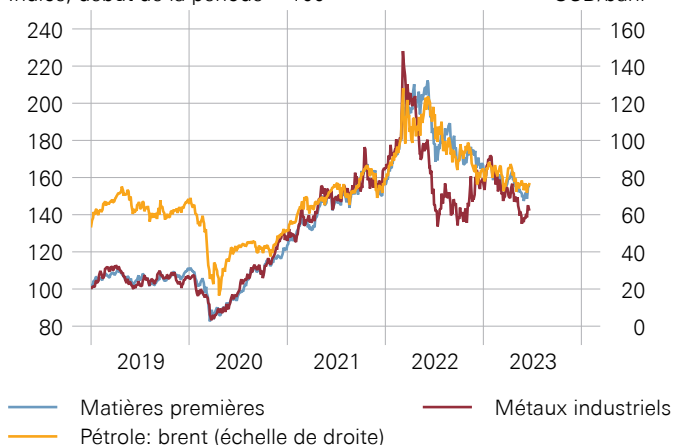


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Indice, début de la période = 100

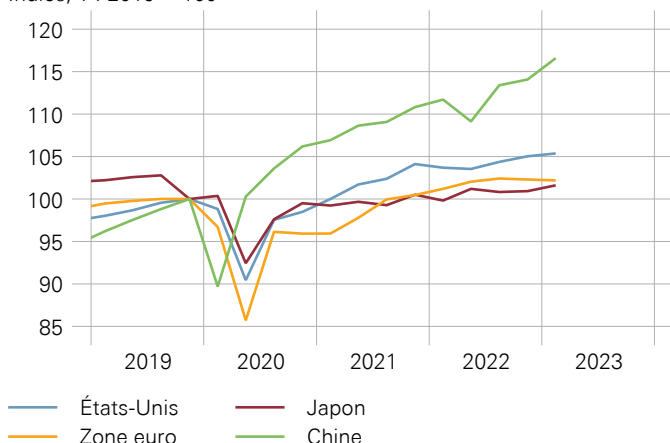


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL

Indice, T4 2019 = 100



Source: Refinitiv Datastream.

au Royaume-Uni a soutenu la livre sterling (voir graphique 2.5).

Dans l'ensemble, les prix des matières premières ont encore fléchi. Oscillant autour des 80 dollars des États-Unis, le prix du baril de brent s'est récemment inscrit à quelque 77 dollars (voir graphique 2.6).

ÉTATS-UNIS

Le PIB des États-Unis a progressé de 1,3% au premier trimestre, soit plus lentement qu'au trimestre précédent (voir graphique 2.7). Les dépenses de consommation ont fortement augmenté et les exportations se sont encore accrues, mais les investissements dans les stocks ont reculé, pesant sur la croissance du PIB.

Le marché du travail continue d'employer une très grande part de la main-d'œuvre. L'emploi a de nouveau crû davantage que la moyenne, et le taux de chômage, qui s'inscrivait à 3,7% en mai, est demeuré bas (voir graphique 2.9).

Des indicateurs économiques majeurs (par exemple les dépenses de consommation et l'emploi) mettent en évidence un développement solide de l'activité au début du deuxième trimestre. La dynamique de croissance devrait cependant s'essouffler notablement en cours d'année, principalement en raison du durcissement de la politique monétaire et d'une politique budgétaire moins expansionniste. S'y ajoutent les conséquences négatives des tensions dans le secteur bancaire sur l'octroi de prêts. L'activité économique ayant enregistré récemment une évolution solide, la BNS maintient néanmoins ses prévisions de croissance pour 2023 à un niveau quasiment inchangé par rapport à mars, les portant à 1,3%. Ses prévisions pour 2024 sont en léger recul par rapport à mars, s'établissant à 0,5% (voir tableau 2.1).

La hausse des prix à la consommation a encore faibli ces derniers mois et s'inscrivait à 4% en mai (voir graphique 2.10). Le renchérissement de l'énergie a sensiblement fléchi; celui des denrées alimentaires et l'inflation sous-jacente ont eux aussi diminué. Celle-ci reste cependant très élevée, à 5,3% (voir graphique 2.11). L'inflation mesurée par le déflateur de la consommation privée, sur lequel la Réserve fédérale (Fed) s'appuie pour son objectif d'inflation de 2%, se situait à 4,4% en avril, soit à un niveau encore sensiblement supérieur à l'objectif de la Fed.

Eu égard à l'inflation élevée et à la situation favorable sur le marché du travail, la Fed a relevé la marge de fluctuation de son taux directeur de 25 points de base en mai, pour la porter à 5,0%-5,25% (voir graphique 2.12). En juin, la Fed a renoncé à un nouvel ajustement des taux d'intérêt, en signalant toutefois que son taux directeur pourrait encore faire l'objet de relèvements dans la seconde moitié de l'année.

ZONE EURO

Dans la zone euro, le PIB a de nouveau légèrement fléchi au premier trimestre (voir graphique 2.7). La persistance d'une inflation élevée et la politique monétaire restrictive ont pesé sur la demande intérieure, les exportations affichant une faible évolution. Le redressement des branches énergivores n'a été que minime malgré le recul des prix du gaz, tandis que l'activité industrielle s'est contractée dans l'ensemble.

Le marché du travail a néanmoins poursuivi son évolution favorable. Le nombre de personnes actives occupées a de nouveau augmenté, et le taux de chômage s'est établi à 6,5% en avril, soit à son plus bas historique (voir graphique 2.9).

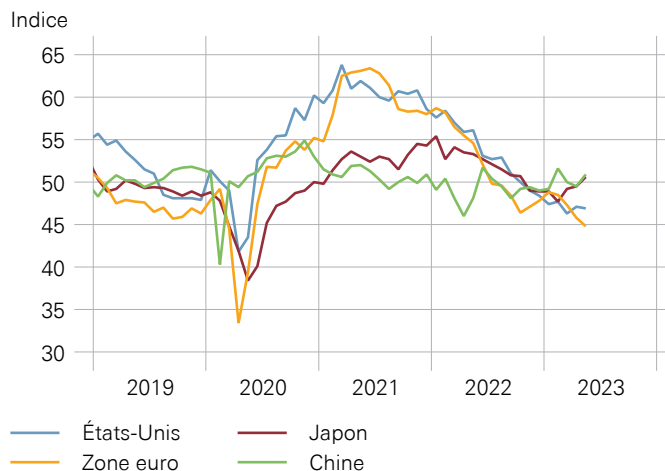
Conformément aux anticipations, l'activité économique a évolué faiblement ces derniers mois, et les perspectives de croissance pour les trimestres à venir demeurent sombres. En particulier, les pertes de pouvoir d'achat des ménages dues à l'inflation, les conditions de financement plus strictes pour les entreprises et la politique budgétaire moins expansionniste pèsent sur la demande. La BNS table sur une croissance du PIB quasiment inchangée de 0,7% pour 2023 et pour 2024 (voir tableau 2.1).

La hausse des prix à la consommation a nettement ralenti ces derniers mois, mais à 6,1% en mai, elle demeure sensiblement supérieure à l'objectif fixé par la Banque centrale européenne (BCE; voir graphique 2.10). Le recul du renchérissement tient surtout à celui des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente n'a que légèrement fléchi, s'inscrivant à 5,3%, et concerne de nombreuses branches (voir graphique 2.11). Elle reflète en partie la répercussion des coûts élevés de l'énergie en 2022 sur les prix des biens et des services.

La BCE a relevé ses taux directeurs de 25 points de base en mai comme en juin, portant ainsi à 3,5% le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, qui est déterminant pour le marché monétaire (voir graphique 2.12). En outre, dès juillet, elle ne renouvellera plus les obligations de son programme d'achat d'actifs (*asset purchase programme*, APP) qui arrivent à échéance. Le portefeuille d'obligations APP, qui représente actuellement près de 3 400 milliards d'euros, décroîtra en moyenne de 25 milliards d'euros par mois (contre 15 milliards jusqu'à présent).

Graphique 2.8

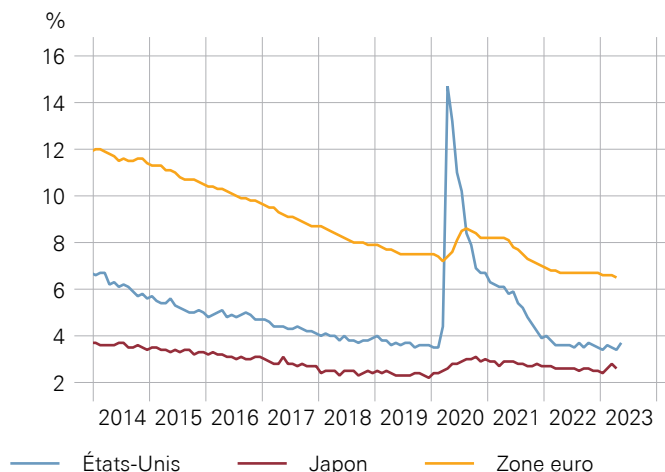
INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)



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

Graphique 2.9

TAUX DE CHÔMAGE

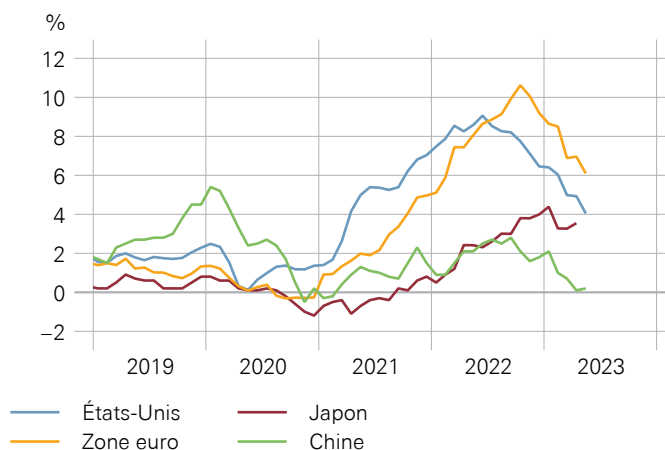


Source: Refinitiv Datastream.

Graphique 2.10

PRIX À LA CONSOMMATION

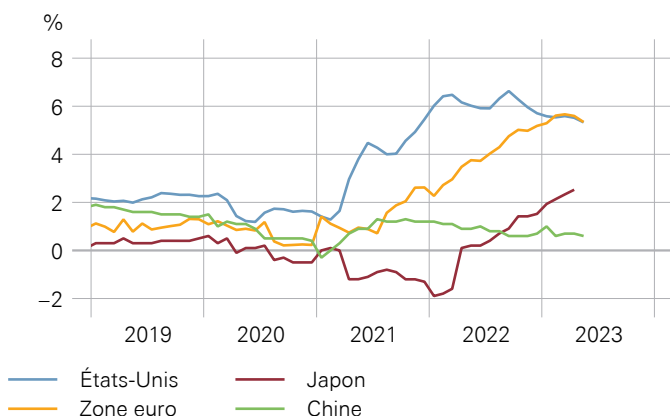
Variation sur 12 mois



Source: Refinitiv Datastream.

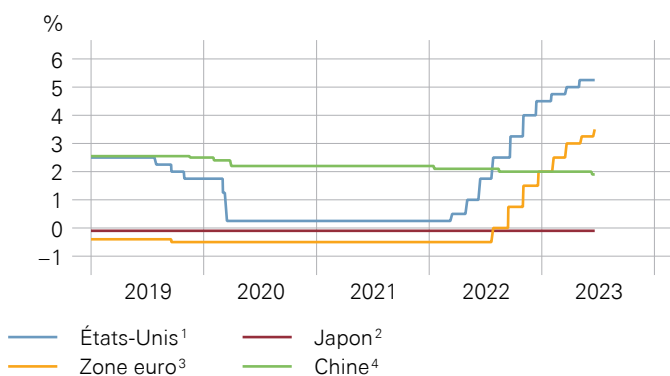
INFLATION SOUS-JACENTE¹

Variation sur 12 mois



1 Hors alimentation et énergie.

Source: Refinitiv Datastream.

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS

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

2 Taux cible à un jour.

3 Taux de la facilité de dépôt.

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

Source: Refinitiv Datastream.

JAPON

Au Japon, la reprise économique s'est poursuivie au premier trimestre, le PIB progressant de 2,7% (voir graphique 2.7). La demande intérieure a gagné en vigueur à la suite de l'abrogation des restrictions liées à la pandémie de Covid-19, et les exportations de services ont bénéficié du retour des touristes étrangers. Les exportations de biens ont cependant reculé pour la première fois depuis un an, et la production industrielle s'est contractée.

Le taux de chômage s'est établi à 2,6% en avril, soit à un niveau légèrement supérieur à celui de janvier, mais il reste faible par rapport à sa moyenne de long terme (voir graphique 2.9). De plus, les entreprises font part d'un manque croissant de main-d'œuvre.

Des effets de rattrapage dans différents secteurs de l'économie devraient soutenir l'activité. Les hausses de salaires prévues selon les négociations correspondantes pour 2023 et la subvention publique de l'énergie, qui vise à réduire la charge des ménages et restera en vigueur jusqu'à l'automne, contribueront à la reprise de la consommation. En outre, des enquêtes indiquent une légère amélioration de la marche des affaires des entreprises ces derniers temps. La BNS continue de tabler sur une croissance du PIB d'environ 1% pour 2023 et pour 2024, soit légèrement supérieure au potentiel (voir tableau 2.1).

Dans l'ensemble, l'inflation a un peu fléchi sous l'influence de la subvention de l'énergie entrée en vigueur début 2023, s'établissant à 3,5% en avril (voir graphique 2.10). Elle a cependant encore augmenté pour les denrées alimentaires. L'inflation sous-jacente a elle aussi progressé pour s'inscrire à 2,5% (voir graphique 2.11). Elle reflète, d'une part, la répercussion des coûts élevés des importations en 2022 sur les prix des biens et, d'autre part, les récentes hausses de prix de certains services, notamment dans le tourisme.

La Banque du Japon estime que l'inflation repassera à moyen terme en dessous de l'objectif de 2%. Dans ce contexte, elle a conservé ces derniers mois sa politique monétaire expansionniste et n'a pas modifié les objectifs de sa politique consistant à contrôler la courbe des rendements.

CHINE

Le PIB de la Chine a progressé de 9,1% au premier trimestre (voir graphique 2.7). Après l'abrogation, fin 2022, des mesures visant à endiguer la pandémie de Covid-19, l'activité du secteur tertiaire a retrouvé de sa vigueur, en particulier dans l'hôtellerie et la restauration et dans le secteur des transports. En revanche, l'évolution est modeste dans l'industrie.

La croissance devrait ralentir d'ici à la fin de l'année. Il existe toujours un besoin de rattrapage au niveau de la consommation, mais la lente évolution des revenus pèse sur les perspectives de croissance. De plus, la demande extérieure plus faible et la crise sur le marché immobilier devraient affecter la conjoncture. La BNS n'a donc pratiquement pas modifié ses prévisions pour le PIB, escomptant une croissance de 6% en 2023 et de 5% en 2024 (voir tableau 2.1). La prévision pour 2023 reste supérieure à l'objectif de croissance d'environ 5% fixé par le gouvernement.

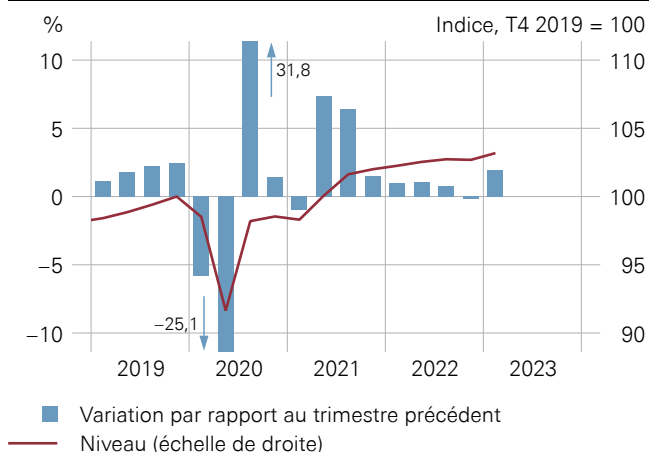
La hausse des prix à la consommation a encore ralenti et s'inscrivait à 0,2% en mai (voir graphique 2.10). En revanche, l'inflation sous-jacente est restée stable, à 0,6% (voir graphique 2.11).

Pour soutenir l'activité économique, la Banque populaire de Chine a légèrement abaissé ses taux d'intérêt officiels en juin (voir graphique 2.12). Le gouvernement envisage des mesures de soutien supplémentaires.

Graphique 3.1

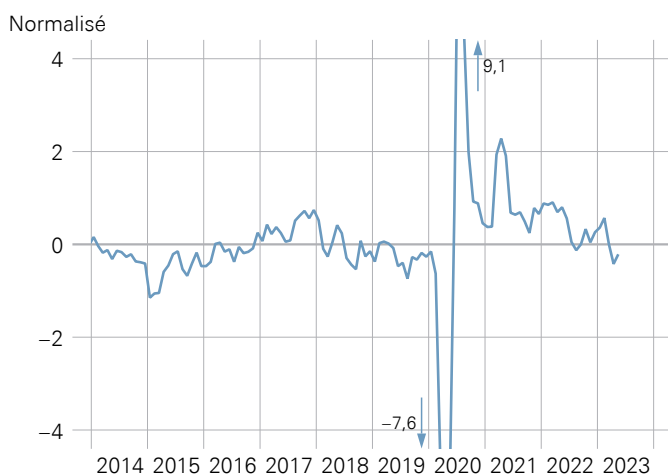
PIB RÉEL

Corrigé des événements sportifs



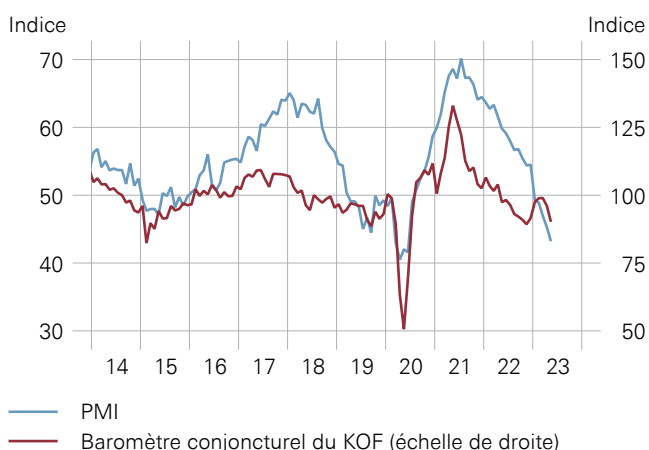
Source: Secrétariat d'État à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

INDICE CONJONCTUREL BNS

Source: BNS.

Graphique 3.3

PMI INDUSTRIE ET BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF

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

3 Évolution économique en Suisse

En Suisse, le PIB a enregistré une croissance soutenue au premier trimestre 2023. La création de valeur s'est intensifiée dans les services et a légèrement progressé dans l'industrie. Le marché du travail est demeuré solide, et les capacités de production ont été bien utilisées jusqu'ici.

Pour le reste de l'année, il faut s'attendre à une croissance modeste. Ce ralentissement devrait résulter de la faiblesse de la demande extérieure, des pertes de pouvoir d'achat dues au renchérissement et du durcissement des conditions de financement. Dans l'ensemble, le PIB devrait progresser cette année d'environ 1%. Dans un tel contexte, il est probable que le chômage progressera légèrement et que l'utilisation des capacités de production reculera quelque peu.

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

PRODUCTION ET DEMANDE

Pour évaluer la situation économique, la BNS se fonde sur un large éventail de données. Il en ressort que l'activité économique, qui s'était redressée au premier trimestre, a perdu à nouveau de la vigueur au deuxième trimestre.

Croissance robuste du PIB au premier trimestre 2023

Selon les premières estimations du Secrétariat d'État à l'économie (SECO), le PIB a augmenté sur un large front au premier trimestre (1,9%). La conjoncture a donc été robuste, conformément aux attentes (voir graphique 3.1).

Les services, qui avaient peu évolué au cours de la période précédente, ont connu un regain de vigueur et ainsi considérablement contribué à la croissance du BIP au premier trimestre. Dans l'industrie, la création de valeur s'est également accrue, après avoir légèrement reculé aux trimestres précédents. Dans la construction, elle a également repris sa progression, et ce pour la première fois depuis plus d'un an.

Du côté de la demande, la croissance a aussi reposé sur une large assise. Les investissements en biens d'équipement et le commerce extérieur ont fortement augmenté. La consommation des ménages a également enregistré une hausse supérieure à la moyenne (voir tableau 3.1).

Essoufflement de la dynamique au deuxième trimestre

Les indicateurs conjoncturels indiquent que la dynamique s'est à nouveau sensiblement affaiblie au deuxième trimestre.

L'indice conjoncturel de la BNS et le baromètre du KOF, qui fournissent des indications sur les tendances de l'économie suisse, signalent tous deux une croissance inférieure à la moyenne de l'activité pour le deuxième trimestre (voir graphiques 3.2 et 3.3).

Les enquêtes réalisées auprès des directeurs d'achats, qui servent à établir l'indice PMI, brossent un tableau contrasté. Dans l'industrie, le PMI a encore reculé et s'est établi en mai à un niveau nettement inférieur au seuil de croissance (voir graphique 3.3). Dans les services, en revanche, les résultats des enquêtes indiquent que la croissance se poursuit.

Les entretiens menés auprès des entreprises par les déléguées et délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale font eux aussi apparaître un ralentissement de la conjoncture au deuxième trimestre. En outre, le recrutement constitue toujours une difficulté de taille pour de nombreuses entreprises (voir la partie *Signaux conjoncturels*, pages 30 ss).

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2019	2020	2021	2022	2021			2022				2023
					T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
Consommation privée	1,2	-4,2	1,7	4,0	16,5	9,6	1,0	1,2	5,3	2,4	0,9	2,6
Consommation des administrations publiques	0,8	3,5	3,5	0,1	2,2	3,0	1,3	-1,4	-1,5	0,2	-0,2	0,1
Investissements	0,9	-3,1	4,2	-0,3	6,3	0,1	12,1	-11,6	0,4	2,1	-0,3	6,9
Construction	-0,9	-1,0	-3,0	-4,4	-3,3	-1,7	-4,7	-6,5	-2,8	-6,1	-2,2	-0,3
Biens d'équipement	1,8	-4,2	8,1	1,8	11,6	1,0	21,2	-13,8	2,0	6,2	0,5	10,8
Demande intérieure finale	1,1	-2,9	2,7	2,2	11,3	5,8	4,2	-3,2	2,9	2,0	0,4	3,5
Variation des stocks ¹	0,7	-0,1	-1,9	-0,3	-4,9	-9,5	0,7	-5,3	18,9	-14,4	-3,7	-0,5
Exportations totales ^{2,3}	2,0	-4,5	9,9	5,6	10,2	26,9	-0,1	16,5	-25,6	32,6	2,5	10,6
Biens ²	3,5	-1,2	10,7	4,3	10,8	23,7	-7,1	31,7	-41,1	48,3	5,2	16,8
Biens sans commerce de transit ²	4,9	-3,7	12,7	5,0	10,7	13,7	12,7	3,5	-3,8	6,2	-7,0	23,7
Services ³	-0,8	-11,0	8,0	8,9	8,8	34,5	17,0	-12,5	28,1	3,5	-3,5	-3,7
Importations totales ^{2,3}	2,9	-5,9	4,3	6,2	8,1	10,2	6,5	2,2	7,9	11,7	-3,1	15,0
Biens ²	2,8	-6,3	4,3	8,2	0,0	14,1	3,0	22,0	-0,3	9,6	-5,3	23,6
Services ³	3,0	-5,3	4,3	3,3	20,7	5,0	11,8	-21,7	22,2	15,0	0,4	2,8
Commerce extérieur ^{3,4}	-0,2	0,2	3,4	0,4	2,0	10,8	-3,2	8,9	-20,4	13,4	3,2	-0,8
PIB³	1,5	-2,5	3,9	2,0	7,3	6,4	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,2	1,9

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 Corrigé des événements sportifs

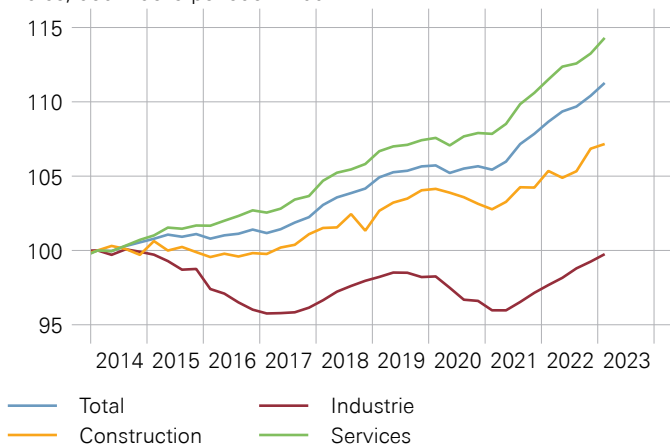
4 Contribution à la croissance en points.

Source: SECO.

Graphique 3.4

EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

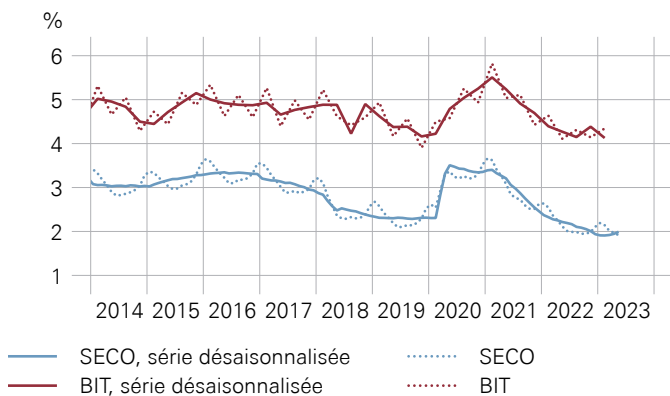
Indice, début de la période = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.5

TAUX DE CHÔMAGE



SECO: chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives.

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

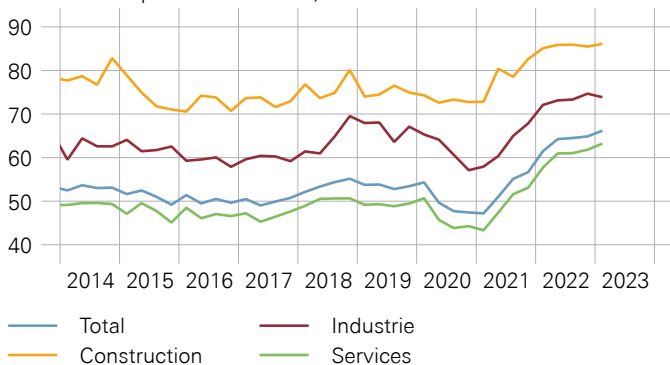
Sources: OFS et SECO.

Graphique 3.6

DIFFICULTÉS DE RECRUTEMENT

Main-d'œuvre qualifiée

Part des entreprises concernées, en %



Estimations établies sur la base de la statistique de l'emploi (STATEM). Seules les entreprises recherchant activement du personnel qualifié sont prises en compte.

Sources: BNS et OFS.

MARCHÉ DU TRAVAIL

Le marché du travail continue d'afficher une santé robuste. L'emploi a encore progressé, et le chômage s'est maintenu à un bas niveau. De nombreuses entreprises ont continué de peiner à recruter.

Hausse de l'emploi au premier trimestre

Selon la statistique de l'emploi (STATEM), le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps a de nouveau fortement augmenté au premier trimestre en données corrigées des variations saisonnières (CVS). Des postes ont été créés dans les services, dans l'industrie manufacturière et dans la construction (voir graphique 3.4). La statistique de la population active occupée (SPA0) confirme cette évolution positive; le nombre de personnes actives occupées en données CVS s'est également accru.

Bas niveau du chômage

Le nombre de chômeurs recensés par le SECO a légèrement augmenté au cours des derniers mois. Fin mai, 92 000 personnes étaient inscrites au chômage en données CVS. Le taux de chômage en données CVS s'est établi à 2%, et s'est ainsi maintenu à son plus bas niveau depuis 2002. Le taux de chômage calculé par l'Office fédéral de la statistique (OFS) au sens du Bureau international du travail (BIT) s'inscrivait à 4,1% au premier trimestre, soit un niveau légèrement inférieur à celui enregistré avant la pandémie (voir graphique 3.5).

Difficultés de recrutement

Selon la statistique de l'emploi (STATEM), de nombreuses entreprises ont rencontré davantage de difficultés de recrutement au premier trimestre. Un grand nombre de postes n'ont pas pu être pourvus ou n'ont pu l'être qu'au prix d'efforts importants. Dans les services et dans la construction, les difficultés de recrutement ont continué de croître, tandis qu'elles se sont légèrement estompées dans l'industrie manufacturière (voir graphique 3.6).

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Écart de production légèrement positif

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

Si l'on estime le potentiel de production à l'aide d'une fonction de production, cet écart était légèrement positif au premier trimestre. D'autres méthodes confirment cette estimation (voir graphique 3.7).

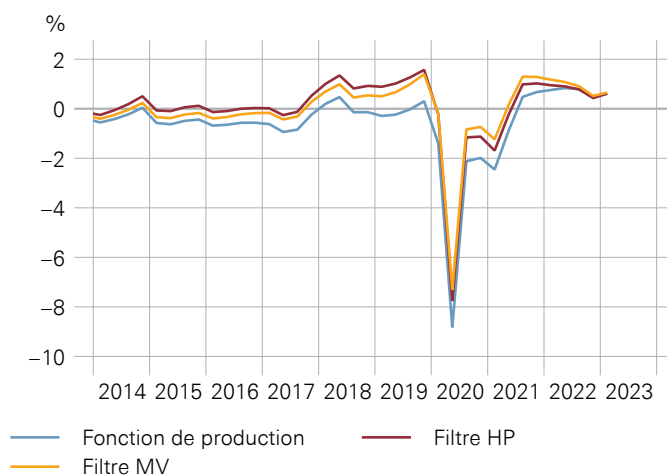
Utilisation des capacités de production satisfaisante

L'utilisation des capacités de production est évaluée non seulement sur la base d'une estimation de l'écart de production, mais aussi à partir d'enquêtes. Celles réalisées par le KOF auprès des entreprises montrent que l'utilisation des capacités techniques a été globalement satisfaisante au premier trimestre. Dans l'industrie manufacturière, elle s'est établie à un niveau proche de sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Dans les services, qui ont fortement souffert pendant la pandémie, elle s'est encore améliorée et dépasse à présent légèrement le niveau enregistré fin 2019. L'utilisation des capacités de production a particulièrement augmenté dans les transports. Dans la construction, elle est restée élevée (voir graphique 3.9).

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

Graphique 3.7

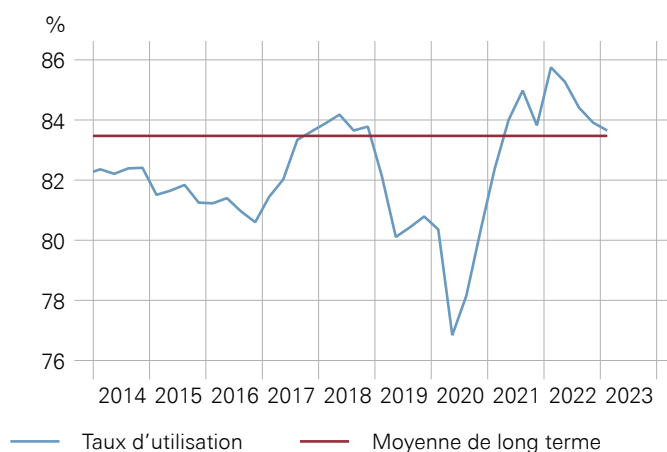
ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

Graphique 3.8

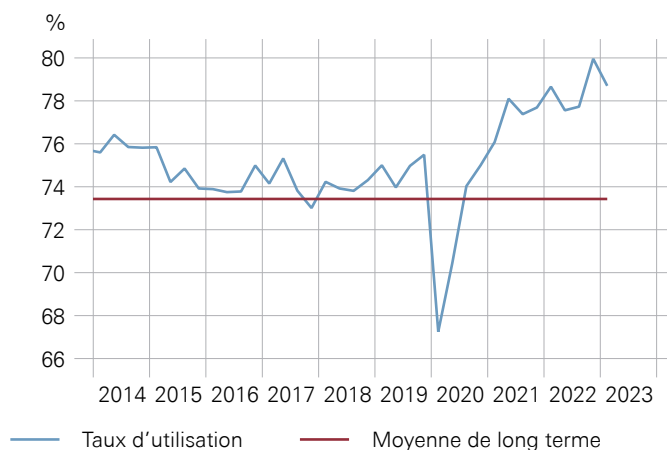
UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE



Source: KOF.

Graphique 3.9

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

PMI INDUSTRIE, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations



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

Graphique 3.11

MARCHE DES AFFAIRES

Moyenne de toutes les enquêtes du KOF

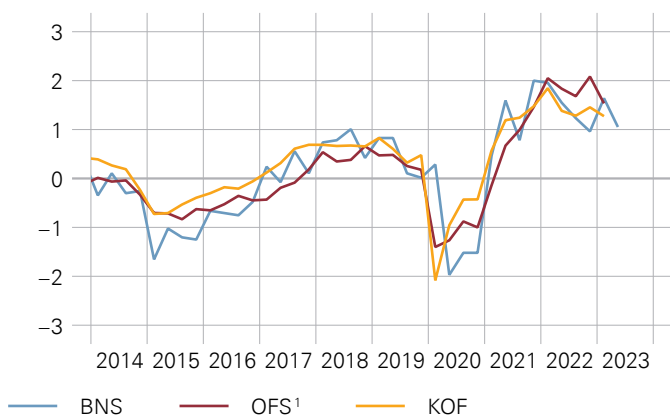


Source: KOF.

Graphique 3.12

PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'EMPLOI

Séries désaisonnalisées, normalisées



1 Correction des variations saisonnières: BNS.

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

PERSPECTIVES

Les perspectives économiques de la Suisse restent modérées. Selon le PMI de l'industrie en données pondérées par les exportations, les signaux provenant de l'étranger n'indiquent qu'une faible évolution pour la Suisse (voir graphique 3.10). La croissance devrait par conséquent demeurer peu dynamique dans l'industrie. Les perspectives sont plus positives dans les services. Dans l'ensemble, les entreprises suisses portent un regard modérément optimiste sur l'évolution de la marche des affaires (voir graphique 3.11). La situation devrait rester tendue sur le marché du travail. Les perspectives d'emploi se maintiennent à un niveau favorable (voir graphique 3.12).

Cette année, le PIB devrait croître d'environ 1%. Le rythme de la croissance, solide au premier trimestre, devrait ralentir durant le reste de l'année. La demande étrangère ne fournira probablement guère d'impulsions. En outre, les pertes de pouvoir d'achat dues au renchérissement vont peser sur la consommation des ménages. Le durcissement des conditions de financement devrait également freiner la croissance. Dans ces conditions, il faut s'attendre à une légère augmentation du chômage et à un repli modéré de l'utilisation des capacités de production.

Ces prévisions sont toujours entourées d'une forte incertitude. Le principal risque réside dans un ralentissement conjoncturel plus marqué à l'étranger.

4

Prix et anticipations d'inflation

Le renchérissement mesuré par l'IPC a reculé, passant de 3,4% en février à 2,2% en mai. Il est ainsi demeuré au-dessus de la plage de stabilité des prix que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%. Les indicateurs de l'inflation sous-jacente BFS1 et TM15 ont également diminué, pour atteindre respectivement 1,9% et 1,6% en mai.

Les anticipations d'inflation n'ont que peu varié. Tandis que celles à court terme sont restées élevées, celles à moyen et à long terme sont demeurées dans la plage de stabilité des prix.

PRIX À LA CONSOMMATION

Taux de renchérissement annuel en baisse

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC était de 2,2% en mai, contre 3,4% en février (voir graphique 4.1 et tableau 4.1). Ce net recul tient principalement aux produits pétroliers. Leur renchérissement a en effet de nouveau ralenti entre février et mai, passant de 3,4% à -16,5%.

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION

Variation en % sur 12 mois

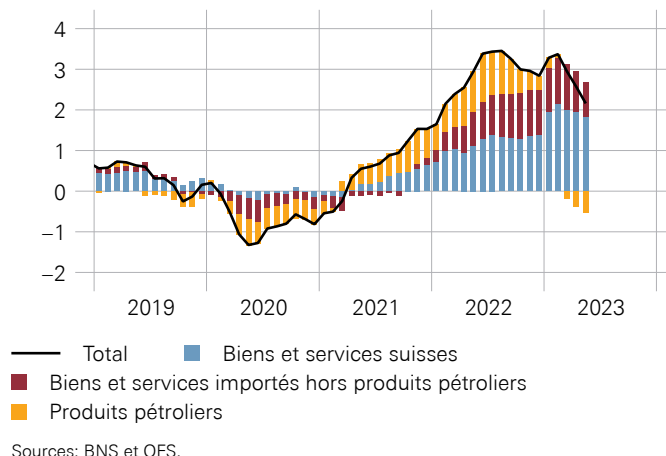
	2022	2022			2023	2023			
		T2	T3	T4	T1	Fév.	Mars	Avr.	Mai
IPC, indice total	2,8	3,0	3,4	2,9	3,2	3,4	2,9	2,6	2,2
Biens et services suisses	1,6	1,5	1,8	1,8	2,7	2,9	2,7	2,6	2,4
Biens	2,9	2,5	3,3	4,3	6,9	7,1	6,6	6,2	5,7
Services	1,1	1,1	1,2	0,9	1,4	1,5	1,4	1,5	1,4
Services privés (hors loyers)	1,1	1,3	1,3	0,4	1,3	1,5	1,3	1,5	1,4
Loyers	1,4	1,5	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Services publics	0,5	0,0	0,7	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4
Biens et services importés	6,7	7,5	8,3	6,3	4,6	4,9	3,8	2,4	1,4
Hors produits pétroliers	3,9	3,6	4,7	5,0	5,0	5,1	5,1	4,5	3,9
Produits pétroliers	31,8	42,5	39,6	18,0	1,9	3,4	-6,3	-12,1	-16,5

Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.1

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

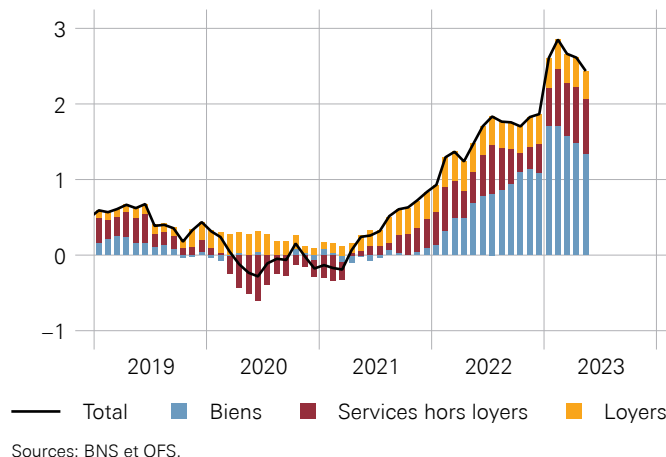
Variation en % de l'IPC sur 12 mois; contribution des composantes, en points



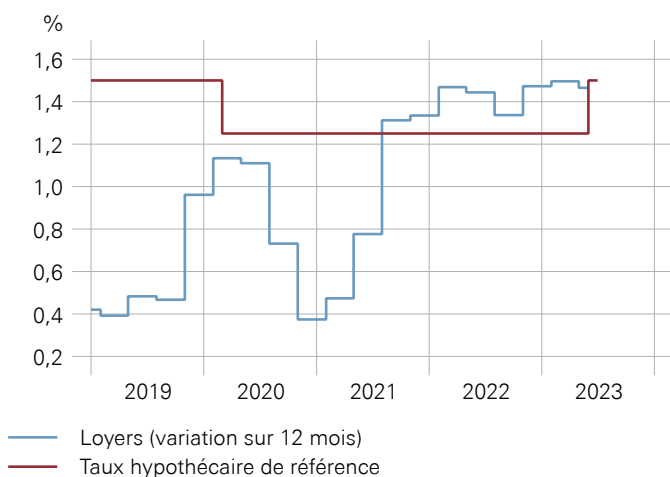
Graphique 4.2

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

Variation en % de l'IPC sur 12 mois; contribution des composantes, en points



Graphique 4.3

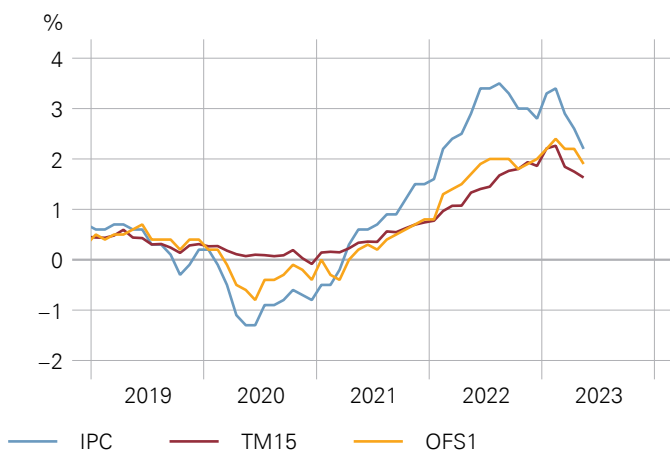
LOYERS DES LOGEMENTS

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

Graphique 4.4

INFLATION SOUS-JACENTE

Variation sur 12 mois



Sources: BNS et OFS.

Nouveau recul du renchérissement des biens et services importés

Le renchérissement des autres biens et services importés a lui aussi reculé, passant de 5,1% à 3,9% entre février et mai.

D'une manière générale, on a observé un ralentissement de la hausse des prix des biens et services importés (y compris les produits pétroliers; voir tableau 4.1). Par rapport au même mois de l'année précédente, elle s'inscrivait à 1,4% en mai, contre 4,9% en février.

Renchérissement des biens et services suisses en recul mais toujours élevé

Après une forte accélération en début d'année, le renchérissement des biens et services suisses a de nouveau ralenti entre février et mai, passant de 2,9% à 2,4%, ce qui reste cependant un taux élevé (voir graphique 4.2). Ce ralentissement s'explique avant tout par l'évolution des biens suisses.

Le renchérissement des services suisses hors loyers des logements est resté stable ces trois derniers mois, s'inscrivant à 1,4% en mai.

Hausse des loyers inchangée

Le renchérissement des loyers des logements n'a guère varié entre février et mai, demeurant à 1,5% (voir graphique 4.3).

Quant au taux d'intérêt de référence pour les prêts hypothécaires utilisé pour le calcul des loyers, il a augmenté de 25 points de base début juin, passant de 1,25% à 1,5%. Il s'agit de la première modification de ce taux depuis début 2020 et du premier relèvement depuis son introduction en 2008.

Le taux d'intérêt de référence est, aux termes de la loi, une variable déterminante pour le calcul des loyers. En général, les modifications du taux d'intérêt de référence déploient leurs effets sur le renchérissement des loyers avec un décalage de plusieurs mois.

Inflation sous-jacente en baisse, mais toujours forte

Les deux mesures de l'inflation sous-jacente ont diminué par rapport à leur pic du mois de février. L'inflation sous-jacente calculée par la BNS sur la base d'une moyenne tronquée (TM15) a reculé pour s'inscrire à 1,6% en mai, contre 2,3% en février. L'inflation sous-jacente 1 (OFS1) établie par l'Office fédéral de la statistique depuis 2000 est passée de 2,4% en février à 1,9% en mai (voir graphique 4.4).

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

Tassement du renchérissement mesuré par les prix de l'offre totale

Du côté de l'offre totale (prix à la production et prix à l'importation), le renchérissement a diminué. Il est ainsi passé de 2,7% en février à -0,3% en mai (voir graphique 4.5). Cette évolution tient tant aux prix à l'importation qu'aux prix à la production. En mai, l'augmentation des prix à la production s'inscrivait à 2% et celle des prix à l'importation, à -4,6%. Le ralentissement du renchérissement des prix à l'importation et à la production s'explique, d'une part, par le nouveau recul des prix des produits énergétiques, et d'autre part, par la moindre contribution des biens intermédiaires au renchérissement depuis février. La résolution des problèmes d'approvisionnement devrait avoir joué un rôle important à cet égard.

ANTICIPATIONS D'INFLATION

Anticipations d'inflation à court terme toujours élevées

Selon les résultats des enquêtes, les anticipations d'inflation à court terme se sont stabilisées au cours du trimestre, demeurant toutefois à un niveau élevé.

L'indice du climat de consommation du SECO, qui reflète l'évolution attendue des prix dans les douze prochains mois, a de nouveau légèrement fléchi (voir graphique 4.6). L'enquête d'avril révèle néanmoins que près des trois quarts des ménages tablent encore sur de nouvelles hausses de prix à court terme.

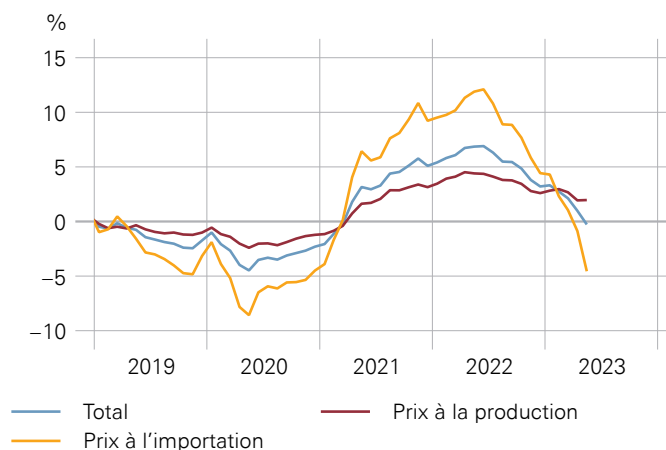
L'indice, qui repose sur l'enquête relative au marché financier suisse réalisée par le Credit Suisse et CFA Society Switzerland, a encore reculé. Récemment, il était de nouveau proche du niveau bas enregistré en début d'année (voir graphique 4.6). D'après l'enquête réalisée en mai, un peu plus de la moitié des personnes interrogées s'attendaient à un repli de l'inflation dans les six mois à venir.

Les anticipations d'inflation à court terme des responsables d'entreprises interrogés par les délégués et déléguées de la BNS aux relations avec l'économie régionale sont restées stables (voir graphique 10 des *Signaux conjoncturels*). Le renchérissement annuel attendu dans les six à douze mois est demeuré inchangé, à 2,4%.

Graphique 4.5

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation sur 12 mois

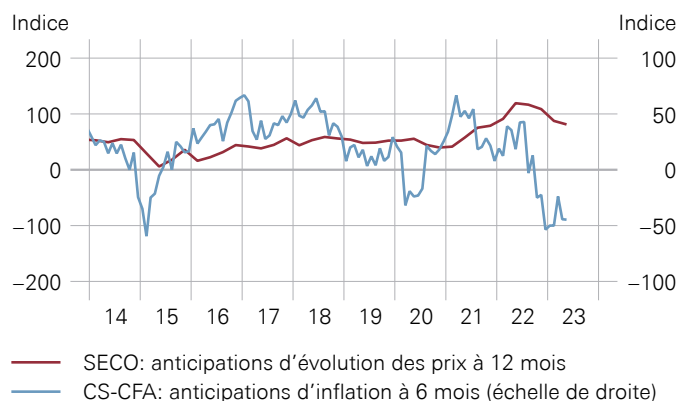


Source: OFS.

Graphique 4.6

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

D'après l'enquête du SECO auprès des ménages et le Financial Market Survey Switzerland CS-CFA

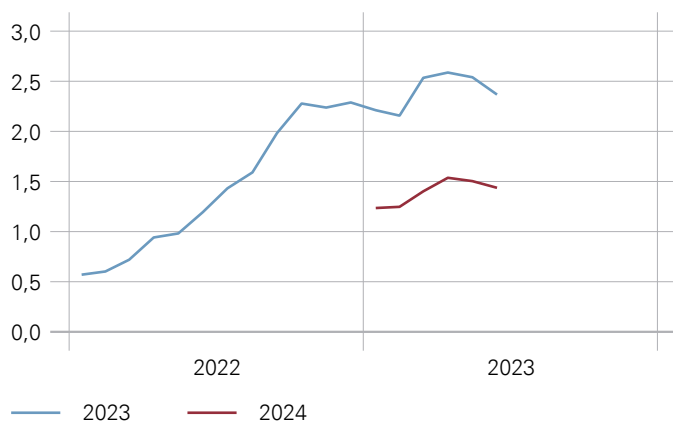


Sources: CFA Society Switzerland, Credit Suisse et SECO.

Graphique 4.7

ANTICIPATIONS D'INFLATION À COURT TERME SELON CONSENSUS ECONOMICS

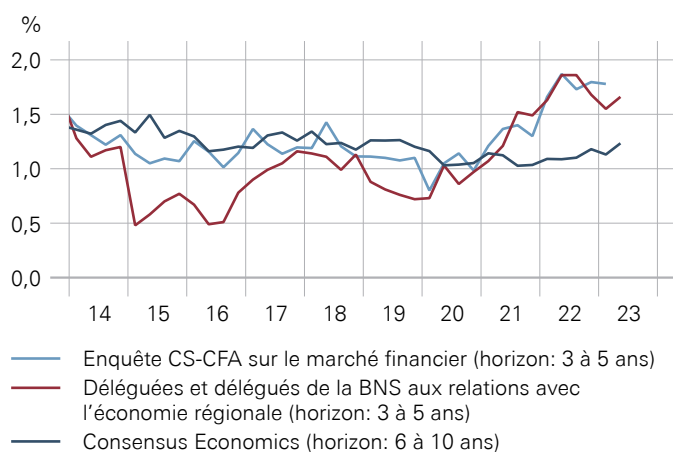
Prévisions mensuelles du taux d'inflation annuel



Source: Consensus Economics Inc.

Graphique 4.8

ANTICIPATIONS D'INFLATION À MOYEN ET À LONG TERME



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

Les anticipations du renchérissement par les banques et les institutions économiques participant à l'enquête mensuelle de Consensus Economics se sont stabilisées à 2,4% en juin pour l'année 2023 (voir graphique 4.7). Pour 2024, les experts tablaient sur un fléchissement de l'inflation à 1,4%, comme au trimestre précédent.

Anticipations d'inflation à moyen et à long terme pratiquement identiques

Les anticipations d'inflation à moyen et à long terme n'ont elles aussi que légèrement varié.

La moyenne des anticipations d'inflation dans les trois à cinq ans des personnes participant à l'enquête CS CFA sur le marché financier suisse est restée inchangée à 1,8% (voir graphique 4.8). De leur côté, les responsables d'entreprises interrogés par les déléguées et délégués de la BNS tablaient sur une inflation de 1,7% sur la même période (contre 1,5% au trimestre précédent).

Les anticipations d'inflation à long terme des banques et des institutions économiques ayant participé à l'enquête de Consensus Economics en avril s'inscrivaient à 1,2%, soit une progression marginale par rapport au trimestre précédent (1,1%).

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

5

Évolution monétaire

Depuis l'examen de mars de la situation économique et monétaire, l'évolution de la situation sur les marchés financiers a été marquée par les mesures de stabilisation du système bancaire, par l'incertitude entourant le relèvement du plafond de la dette publique des États-Unis et par la révision des anticipations portant sur l'évolution de l'inflation et sur les perspectives de la politique monétaire à l'échelle mondiale.

Ces développements ont conduit à un léger recul du rendement des emprunts fédéraux à long terme. Par contre, le cours des actions a clairement augmenté sur la Bourse suisse. La valeur extérieure du franc a modérément augmenté.

La base monétaire n'a que peu varié entre février et mai, et la monnaie au sens large a continué de diminuer. La croissance des prêts bancaires s'est légèrement atténuée, mais est restée robuste.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS LE DERNIER EXAMEN

Resserrement de la politique monétaire en mars

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 23 mars 2023, la BNS a décidé de poursuivre le resserrement de sa politique monétaire afin de contrer la pression inflationniste qui s'était encore accrue. La Banque nationale a relevé son taux directeur de 50 points de base pour le porter à 1,5%. En outre, elle a indiqué qu'elle restait disposée à être active au besoin sur le marché des changes afin de garantir des conditions monétaires appropriées. Depuis quelques trimestres, il s'agit principalement de la vente de devises.

Taux d'intérêt appliqués aux avoirs à vue

À la suite du relèvement du taux directeur de la BNS en mars, les avoirs à vue étaient rémunérés à 1,5% jusqu'à un seuil défini. En mars aussi, la Banque nationale a relevé de 50 points de base le niveau du taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue dépassant ce seuil pour le porter à 1%, soit au taux directeur de la BNS minoré comme jusqu'alors de 50 points de base. Conjugué à la résorption d'avoirs à vue au moyen d'opérations d'*open market*, ce système à deux paliers pour la rémunération des avoirs à vue garantit la bonne transmission du resserrement de la politique monétaire aux taux d'intérêt du marché monétaire dans son ensemble (voir encadré page 29).

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

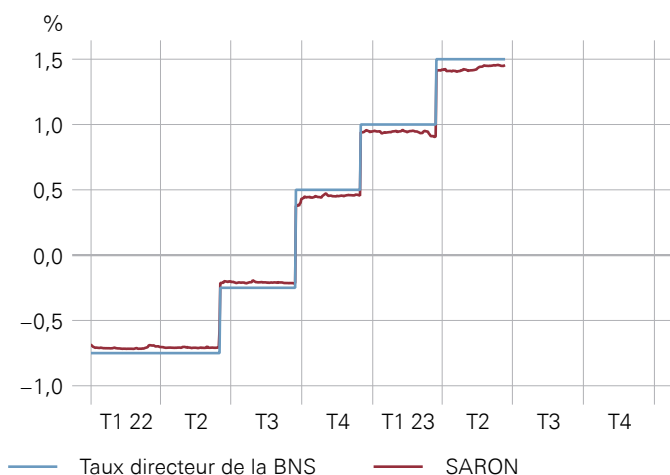
Depuis l'examen de mars 2023, la Banque nationale a continué à résorber des avoirs à vue en concluant des pensions de titres et en émettant des Bons de la BNS. Pour ce faire, elle a procédé à des appels d'offres quotidiens pour des pensions de titres à une semaine, et à des appels d'offres hebdomadaires pour des Bons de la BNS d'une durée comprise entre une semaine et douze mois. Des pensions de titres à un jour ont également été conclues ponctuellement et sur une base bilatérale. En résorbant des avoirs à vue, la Banque nationale a réduit l'offre de liquidités sur le marché monétaire, s'assurant ainsi que les taux à court terme du marché monétaire gagé en francs restent à un niveau proche du taux directeur de la BNS. Depuis l'examen de mars, l'encours moyen des pensions de titres destinées à résorber des liquidités s'est inscrit à 77,1 milliards de francs, et l'encours moyen des Bons de la BNS, à 123 milliards de francs.

Progression ponctuelle des avoirs à vue à la BNS

Les avoirs à vue à la BNS ont temporairement progressé du fait des aides sous forme de liquidités apportées au Credit Suisse. La résorption d'avoirs à vue par des pensions de titres et des Bons de la BNS a eu l'effet inverse. Les avoirs à vue à la BNS atteignaient 510,6 milliards de francs en moyenne dans la semaine du 12 au 16 juin 2023 (dernière semaine avant l'examen de juin), soit un montant similaire à celui observé la semaine qui a précédé l'examen du 23 mars 2023 (515,1 milliards). Entre l'examen de décembre et celui de mars, ils s'étaient élevés à 527 milliards de francs en moyenne, composés de 508,4 milliards d'avoirs en comptes de virement des banques résidentes et de 18,6 milliards d'autres avoirs à vue.

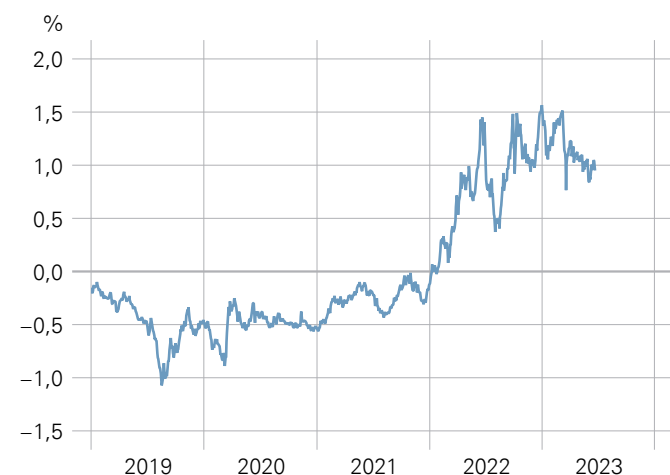
Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales affichaient un niveau moyen de 22,7 milliards de francs pour la période allant du 20 février 2023 au 19 mai 2023. Dans l'ensemble, les banques dépassaient de 490,4 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 490 milliards), ce qui reste très élevé.

Graphique 5.1

TAUX DIRECTEUR DE LA BNS ET SARON

Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

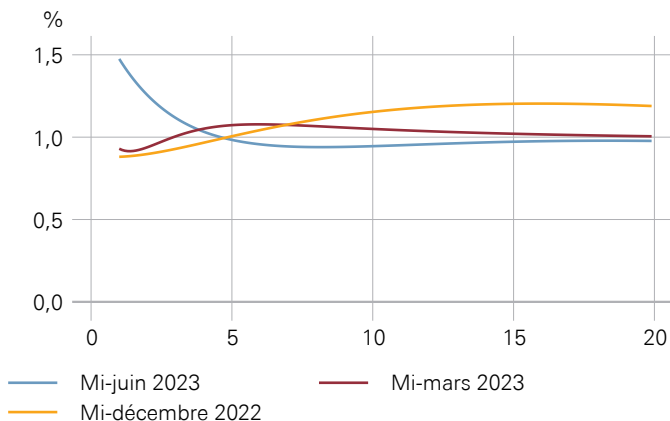
RENDEMENT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX À 10 ANS

Source: BNS.

Graphique 5.3

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

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



Source: BNS.

TAUX D'INTÉRÊT SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE ET LE MARCHÉ DES CAPITAUX**Le SARON proche du taux directeur de la BNS**

Après le relèvement du taux directeur de la BNS de 50 points de base à 1,5% en mars, le SARON, qui est le taux d'intérêt moyen au jour le jour sur le marché monétaire gagé, a progressé de 50 points de base également, passant de 0,91% à 1,41%. Mi-juin, il s'inscrivait à 1,45%, soit un niveau légèrement plus élevé (voir graphique 5.1).

Légère baisse des rendements à long terme

Pendant la période sous revue, l'évolution des rendements des emprunts fédéraux a été marquée par une incertitude accrue sur les marchés financiers internationaux en raison des problèmes dans le secteur bancaire et du plafond atteint par la dette publique des États-Unis.

Dans ce contexte, la demande de placements sûrs comme les obligations de la Confédération était élevée. De ce fait, le rendement des emprunts fédéraux à dix ans a reculé entre l'examen de mars et celui de mi-juin, passant d'environ 1,1% à 0,95% (voir graphique 5.2).

Aplatissement de la courbe des rendements

Tandis que les rendements des emprunts fédéraux d'une durée supérieure à quatre ans ont légèrement reculé depuis l'examen de mars, ceux des emprunts fédéraux à un an ont progressé de plus de 50 points de base (voir graphique 5.3), ce qui reflète essentiellement le fait que les marchés anticipaient à court terme un resserrement légèrement plus marqué de la politique monétaire. Les rendements plus faibles pour les durées longues traduisent notamment la demande accrue de placements sûrs.

Taux d'intérêt réels pratiquement inchangés

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

Mi-juin, les taux d'intérêt réels à long terme s'inscrivaient plus ou moins à leur niveau de mi-mars. Le taux d'intérêt réel à long terme estimé s'est maintenu à un niveau historiquement bas.

COURS DE CHANGE

Appréciation modérée du franc face à l'euro et au dollar des États-Unis

Depuis l'examen de mars, le franc s'est apprécié de 1,5% face à l'euro et de 2,7% face au dollar des États-Unis (voir graphique 5.4). Mi-juin, un euro valait 98 centimes et un dollar des États-Unis, près de 90 centimes.

Aussitôt après le relèvement du taux directeur de la BNS intervenu mi-mars et jusqu'à fin avril, le franc s'est apprécié face à l'euro et au dollar des États-Unis. Ensuite, il n'a pratiquement pas cessé de s'apprécier face à l'euro jusqu'à fin mai, avant de s'affaiblir quelque peu en juin. Il a légèrement reculé face au dollar en mai, ce qui coïncide avec une révision temporaire des anticipations du marché quant à l'orientation de la politique monétaire aux États-Unis et avec la fin de l'incertitude relative au relèvement du plafond de la dette publique américaine.

Légère progression de la valeur extérieure du franc en termes nominaux

En mars, de fortes fluctuations ont marqué le cours nominal du franc pondéré par le commerce extérieur, essentiellement en raison des turbulences dans le secteur bancaire. Elles se sont nettement atténuées suite à la stabilisation de la situation.

Depuis fin mars, la valeur extérieure du franc a augmenté de 2,6% en termes nominaux (voir graphique 5.5). L'appréciation déjà évoquée du franc face à l'euro et au dollar des États-Unis, mais aussi face au yen (environ 9%, pondération de 3% dans l'indice) et au renminbi (près de 7%, pondération de 6% dans l'indice) y a contribué.

Légère appréciation en termes réels

Au cours des deux dernières années, le cours réel du franc pondéré par le commerce extérieur n'a guère varié, en dépit de l'appréciation marquée en termes nominaux. Cette dernière a en effet été plus ou moins compensée par l'écart d'inflation avec l'étranger.

Du fait que le renforcement nominal du franc a été un peu plus fort en avril et en mai, le franc s'est aussi légèrement apprécié en termes réels (voir graphique 5.6).

Graphique 5.4

COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.5

VALEUR EXTÉRIÈRE NOMINALE DU FRANC

Indice, examen de mars 2023 = 100



Graphique 5.6

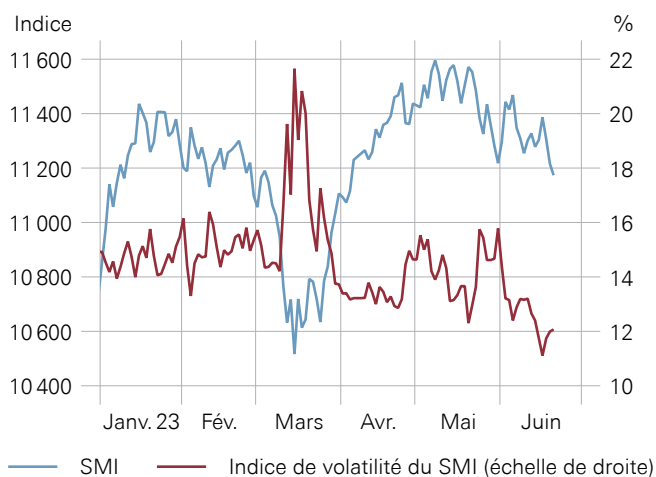
VALEUR EXTÉRIÈRE RÉELLE DU FRANC

Indice, décembre 2000 = 100



Graphique 5.7

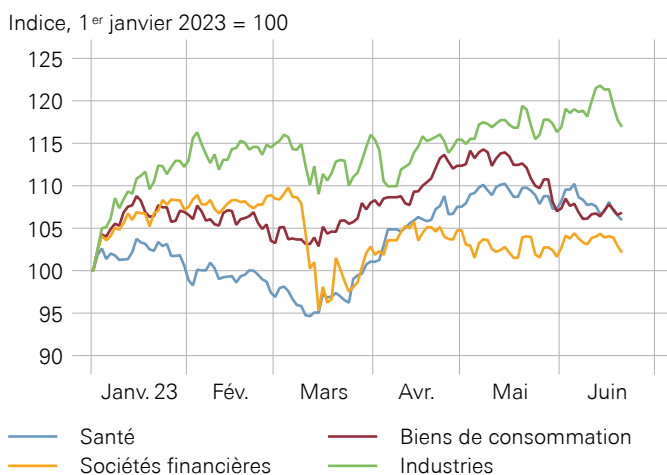
COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ



Source: SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.8

SÉLECTION DE SOUS-INDICES DU SPI

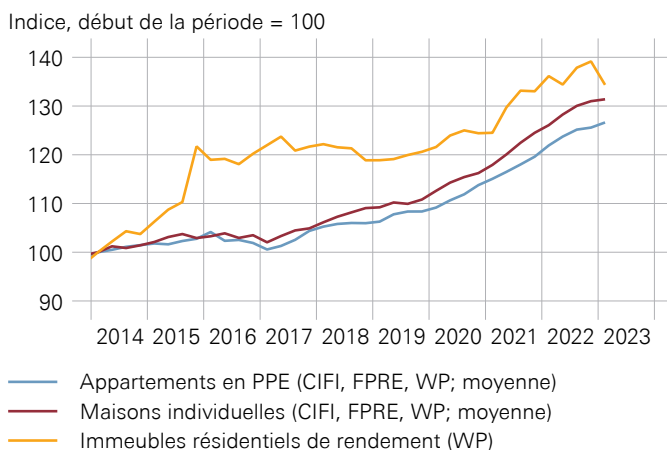


Source: SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.9

IMMOBILIER RÉSIDENTIEL: PRIX DE TRANSACTION

En termes nominaux (méthode hédoniste)



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

COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER

Hausse des cours des actions

Pendant la période sous revue, les cours des actions se sont fortement redressés, après la chute de mars qui avait reflété l'incertitude accrue des marchés face aux faillites de quelques banques régionales américaines et aux difficultés du Credit Suisse.

Le rachat du Credit Suisse par UBS et les mesures de stabilisation du système bancaire aux États-Unis ont apaisé les marchés des actions, de sorte que les cours ont sensiblement augmenté entre fin mars et début mai. En mai, l'incertitude entourant le relèvement du plafond de la dette américaine a entraîné des replis temporaires des cours (voir graphique 5.7). Mi-juin, le Swiss Market Index (SMI) dépassait son niveau du 23 mars de près de 4%.

Baisse de la volatilité sur les marchés des actions

L'indice de volatilité calculé à partir des options sur les contrats à terme portant sur le SMI permet de mesurer l'incertitude sur les marchés boursiers telle qu'elle est estimée par les intervenants (voir graphique 5.7). Après avoir enregistré une forte hausse en mars, l'indice de volatilité a reflété l'accalmie sur les marchés des actions. Depuis l'examen de mars, il a fluctué légèrement en deçà de son niveau du début de l'année.

Hausse des indices boursiers des principales branches

Le graphique 5.8 présente l'évolution des principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI) élargi. Depuis l'examen de mars, les cours des actions ont augmenté dans toutes les branches. La hausse a été la moins prononcée pour les sociétés financières, branche dans laquelle les pertes enregistrées par les actions bancaires ont freiné la progression des cours.

Entre le début de l'année et la mi-juin, les sous-indices ont affiché une hausse comprise entre 2% (sociétés financières) et 17% (industries).

Ralentissement de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel

Les prix de transaction des appartements en propriété par étage et des maisons individuelles ont encore légèrement progressé au premier trimestre 2023 (voir graphique 5.9), mais à un rythme moins soutenu. Les prix des immeubles locatifs résidentiels (détenus par des particuliers ou par des investisseurs institutionnels) ont fortement reculé par rapport au trimestre précédent et se sont inscrits à un niveau inférieur à celui de juin 2022.

Monnaie centrale pratiquement inchangée

Après le passage du taux directeur de la BNS en zone positive en 2022, la base monétaire a fortement reculé en raison des opérations de résorption de liquidités que cela a nécessitées. La vente de devises au quatrième trimestre 2022 y a également contribué. Depuis décembre, la monnaie centrale est demeurée pratiquement inchangée. En mars, la BNS a mis à disposition des aides étendues sous forme de liquidités afin de garantir la stabilité financière. Elle a absorbé ces liquidités par des opérations d'open market afin de maintenir le SARON à un niveau proche de son taux directeur. La monnaie centrale se montait en moyenne à 582,8 milliards de francs en mai (voir graphique 5.10), soit environ 5,4 milliards de moins qu'en février.

Faible croissance de la monnaie au sens large

En mai, l'agrégat monétaire M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions de la clientèle bancaire résidente) a diminué de 12,2% sur douze mois, contre 9,4% pour M2 (M1 et dépôts d'épargne) et 1,2% pour M3 (M2 et dépôts à terme, voir tableau 5.1). Les taux de croissance négatifs des agrégats monétaires reflètent principalement la perte d'attractivité des dépôts bancaires à court terme, assez faiblement rémunérés, depuis la hausse des taux d'intérêt.

Léger recul de la croissance des créances hypothécaires

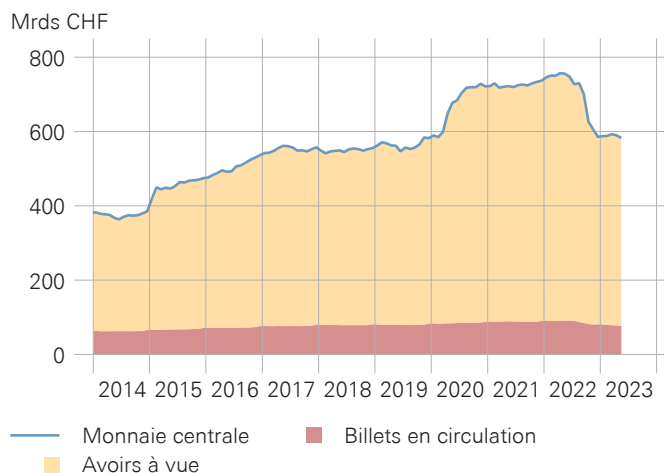
Les créances hypothécaires des banques, qui constituent environ 85% de l'encours des prêts bancaires accordés à la clientèle résidente, ont enregistré une progression sur douze mois de 3,4% au premier trimestre 2023, comme au trimestre précédent (voir tableau 5.1). Le taux de croissance s'est toutefois ralenti au cours des derniers mois, s'inscrivant à 3,2% en avril. Si le taux de croissance des prêts hypothécaires accordés aux ménages a légèrement reculé au premier trimestre, l'octroi de prêts hypothécaires aux entreprises du secteur privé a connu une accélération.

Les taux publiés des prêts hypothécaires à taux fixe ont augmenté, dans le sillage des taux d'intérêt du marché des capitaux (voir graphique 5.11). Le taux des prêts hypothécaires à dix ans est passé de 1,4% en décembre 2021 à plus de 3% depuis le second semestre 2022, atteignant alors son plus haut niveau depuis onze ans. Les taux hypothécaires basés sur le marché monétaire ont fortement progressé depuis fin septembre 2022 à la suite du passage du taux directeur de la BNS en zone positive.

Par rapport à leur moyenne de long terme, les taux hypothécaires restent dans l'ensemble à un niveau relativement bas en dépit de la hausse enregistrée ces derniers mois. Pour l'instant, la demande de prêts hypothécaires ne semble avoir pâti que dans une faible mesure de la hausse des taux. Toutefois, la demande de prêts de durée relativement courte s'est accrue.

Graphique 5.10

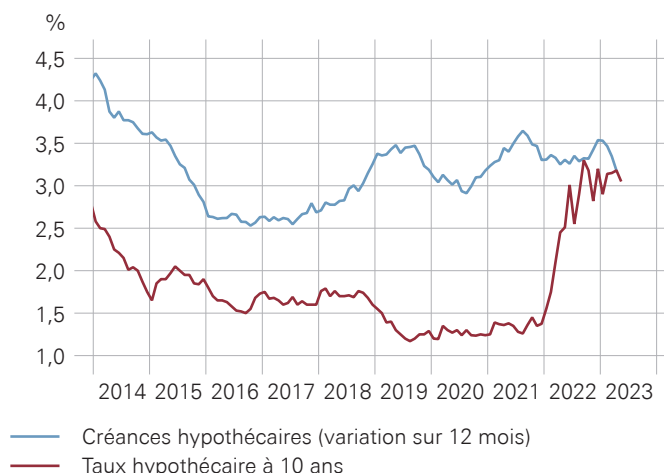
MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

Graphique 5.11

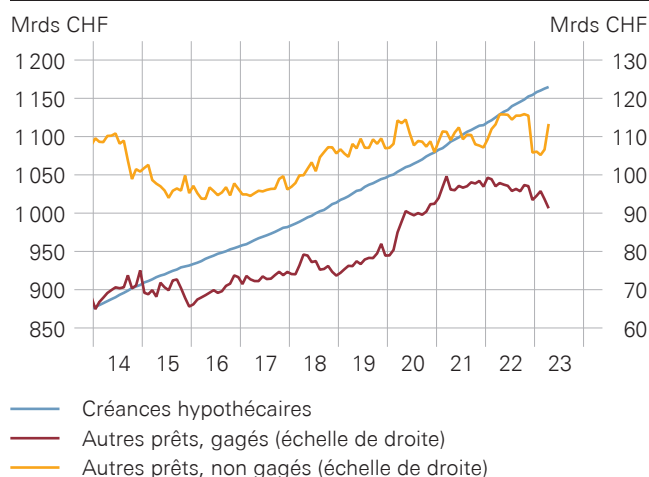
CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET TAUX D'INTÉRÊT



Source: BNS.

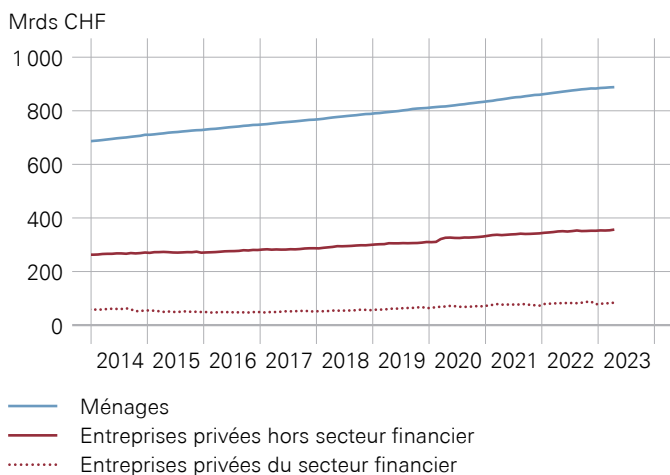
Graphique 5.12

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES PRÊTS



Source: BNS.

Graphique 5.13

PRÊTS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES

Source: BNS.

Repli des autres prêts

Les autres prêts ont évolué de façon nettement plus volatile (voir graphique 5.12). Après avoir enregistré une progression sur douze mois de 1,5% au quatrième trimestre 2022, ils ont accusé un recul annuel de 4,4% au premier trimestre 2023. Le volume des autres prêts gagés a diminué depuis début 2022 en raison des remboursements de prêts Covid-19 pour un montant de plus de 8 milliards de francs. Quant aux autres prêts non gagés, ils ont enregistré un fort repli fin 2022, après avoir augmenté au début de la même année. Ces fortes fluctuations reflètent essentiellement l'évolution des autres prêts accordés aux sociétés financières.

Croissance du crédit par secteur

Les prêts bancaires à toutes les catégories de débiteurs ont continué de progresser sur une base annuelle (voir graphique 5.13). Fin avril 2023, les prêts aux ménages avaient augmenté de 19,2 milliards de francs (+2,2%) sur douze mois; pour les sociétés non financières, ce chiffre était de 6,9 milliards (+2%) et pour les sociétés financières, de 1,4 milliard (+1,7%).

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET PRÊTS BANCAIRES

Variation en % sur 12 mois

	2022			2023				
	T2	T3	T4	T1	Mars	Avr.	Mai	
M1	2,2	3,3	2,1	-0,7	-7,2	-9,7	-10,3	-12,2
M2	-0,3	0,2	-0,1	-2,2	-5,9	-7,5	-8,1	-9,4
M3	0,2	0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,6	-0,2	-1,2
Prêts bancaires, total ^{1,3}	3,1	3,2	3,1	3,1	2,2	2,1	2,0	
Créances hypothécaires ^{1,3}	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,3	3,2	
Ménages ^{2,3}	3,0	3,1	3,0	2,9	2,6	2,5	2,4	
Entreprises du secteur privé ^{2,3}	4,2	3,9	4,1	4,9	5,7	5,7	5,4	
Autres prêts ^{1,3}	1,9	2,9	1,8	1,5	-4,4	-4,7	-4,2	
gagés ^{1,3}	-0,1	1,1	-1,3	-1,8	-3,8	-3,5	-6,7	
non gagés ^{1,3}	3,6	4,4	4,6	4,5	-5,0	-5,8	-2,1	

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

2 Statistique sur l'encours des crédits (comptoirs en Suisse, positions vis-à-vis d'entités résidentes non bancaires, libellées dans toutes les monnaies).

3 Les taux de croissance des prêts bancaires et de leurs composantes tiennent compte des informations fournies par les banques sur la modification de leur méthode de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance indiqués sur le portail de données data.snb.ch.

Source: BNS.

Mise en œuvre de la politique monétaire sur le marché monétaire

Lorsque la BNS a fait passer son taux directeur en zone positive en septembre 2022, elle a adopté une nouvelle stratégie de mise en œuvre sur le marché monétaire. Celle-ci recourt à deux leviers: un système à deux paliers pour la rémunération des avoirs à vue, que la BNS appliquait déjà sous une forme similaire depuis 2015, et la résorption d'une partie de ces avoirs¹. Ensemble, ces leviers permettent de maintenir les taux à court terme du marché monétaire gagé en francs proches du taux directeur de la BNS, y compris en période de taux positifs. Cette stratégie a prouvé son efficacité. En effet, le SARON, qui est le taux de référence pour le franc, a continué d'évoluer à des niveaux proches du taux directeur de la BNS même après septembre 2022 (voir graphique 1).

Le système à deux paliers fonctionne comme suit: les avoirs à vue détenus à la BNS par les banques et d'autres intervenants sont rémunérés au taux directeur de la BNS jusqu'à un seuil défini, et au taux directeur réduit, actuellement de 50 points de base, pour la part dépassant ce seuil (voir graphique 1)². Ce système a une double finalité. D'une part, il influe, par la rémunération des avoirs à vue, sur les taux du marché monétaire en francs; d'autre part, il encourage les échanges d'avoirs à vue sur ce marché et contribue ainsi à la robustesse du SARON. En effet, il incite les établissements qui n'ont pas atteint leur seuil à augmenter leurs avoirs à vue, et ceux qui dépassent leur seuil, à les diminuer. Les échanges entre établissements peuvent notamment prendre la forme de pensions de titres. Le volume des échanges observé sur le marché interbancaire des pensions de titres depuis septembre 2022 est comparable à celui enregistré avant le passage du taux directeur de la BNS en zone positive. Le niveau de l'activité interbancaire reste donc suffisamment élevé (voir graphique 2).

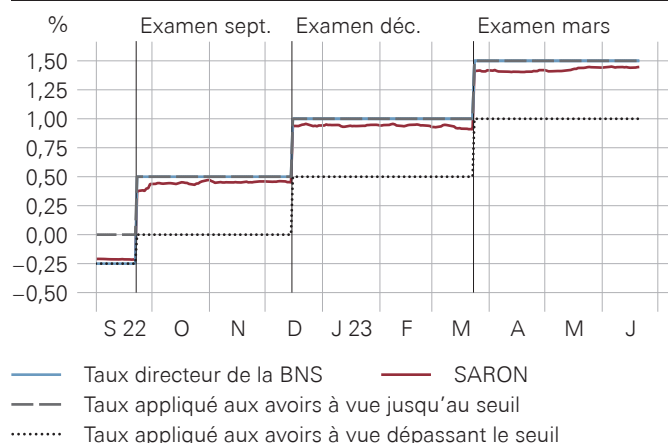
Les établissements peuvent aussi céder ces avoirs excédentaires en concluant des pensions de titres avec la Banque nationale ou en achetant des Bons de la BNS (voir graphique 3). Grâce à ces deux instruments, la BNS est à même de résorber une partie des avoirs à vue pour réduire l'offre de liquidités sur le marché monétaire, et donc de maintenir les taux à court terme du marché monétaire gagé proches de son taux directeur. Sans cette résorption, les taux du marché monétaire seraient à proximité du taux appliqué aux avoirs à vue dépassant le seuil, et donc nettement inférieurs au taux directeur de la BNS.

La BNS est par ailleurs active sur le marché des changes pour assurer des conditions monétaires appropriées, ce qui influe sur l'offre de liquidités disponibles sur le marché monétaire en francs. Les ventes de devises des derniers trimestres ont ainsi entraîné une diminution des avoirs à vue.

1 Entre janvier 2015 et septembre 2022, un taux d'intérêt négatif correspondant au taux directeur de la BNS était appliqué aux avoirs à vue qui dépassaient un certain montant exonéré.
2 Voir à ce sujet le Note concernant les taux d'intérêt appliqués aux avoirs à vue sur le site de la BNS (www.snb.ch).

Graphique 1

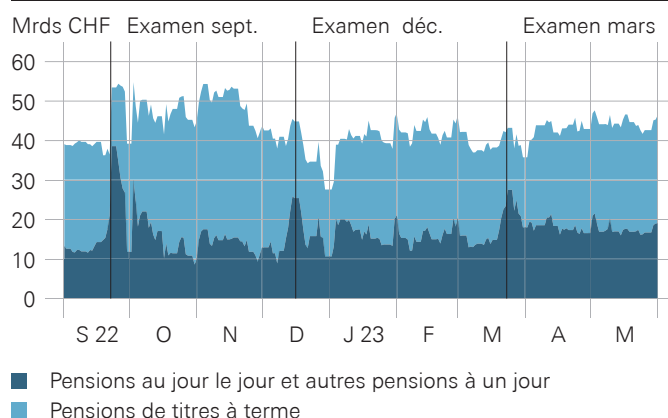
TAUX DE LA BNS ET SARON



Graphique 2

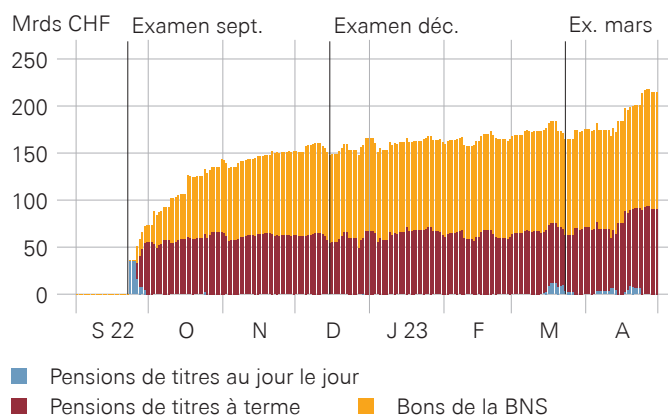
PENSIONS DE TITRES INTERBANCAIRES

Encours; titres admis par la BNS contre francs



Graphique 3

ENCOURS DES PENSIONS DE TITRES ET DES BONS DE LA BNS



Signaux conjoncturels

Résultats des entretiens menés par la BNS
avec les entreprises

2^e trimestre 2023

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

Les appréciations présentées ci-après reposent sur les
informations recueillies auprès de décideuses et décideurs
économiques de toute la Suisse. La BNS analyse ces
informations, puis les interprète sous une forme agrégée.
Au total, 241 entretiens ont eu lieu avec des représentantes
et représentants d'entreprises entre le 18 avril et le 6 juin.

Régions

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

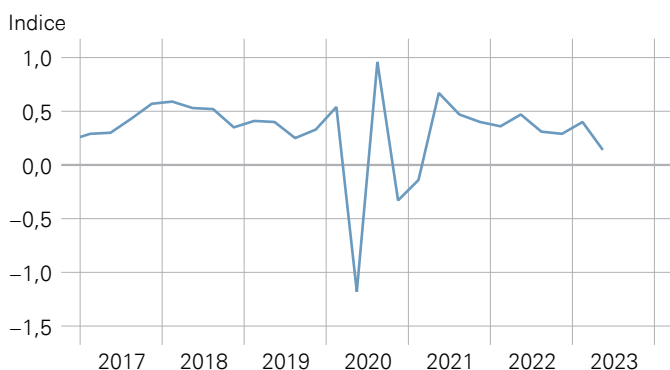
Déléguées et délégués

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

L'essentiel en bref

- Après s'être considérablement accrus en début d'année, les chiffres d'affaires n'enregistrent plus qu'une progression modeste au deuxième trimestre.
- Malgré le ralentissement de la croissance, les entreprises se montrent presque toujours satisfaites de la marche des affaires. Par conséquent, les capacités techniques de production et de l'infrastructure continuent à être bien utilisées. En outre, les entreprises tablent toujours sur une forte hausse de leurs chiffres d'affaires au cours des prochains trimestres, en dépit des craintes suscitées par la conjoncture mondiale.
- Bien que les entreprises jugent le manque de main-d'œuvre un peu moins marqué qu'au trimestre précédent, ce sujet reste la principale préoccupation d'un grand nombre d'entre elles.
- La situation au niveau des chaînes d'approvisionnement s'est en bonne partie normalisée. La production n'est désormais entravée par les longs délais de livraison que dans des cas isolés.
- Les entreprises anticipent des prix d'achat stables pour le prochain semestre. Quelques-unes prévoient de nouvelles augmentations des prix de vente, qui devraient toutefois être moins notables qu'aux trimestres précédents; les entreprises précisent en effet que la concurrence au niveau des prix s'est de nouveau intensifiée.

CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE



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

Source: BNS.

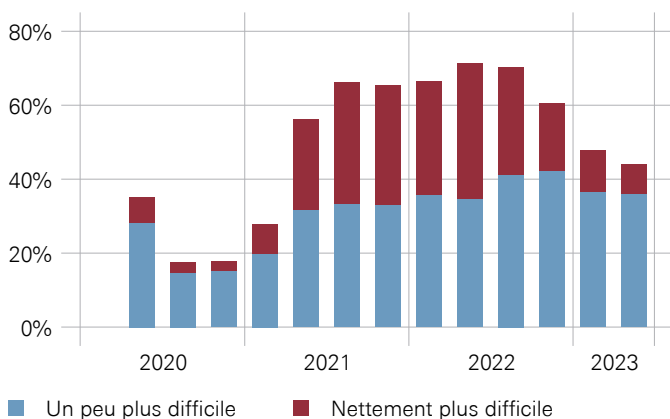
UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION



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

Source: BNS.

APPROVISIONNEMENT



Part des entreprises pour lesquelles l'approvisionnement est plus difficile qu'en temps normal.

Source: BNS.

SITUATION ACTUELLE

Faible progression des chiffres d'affaires

Au deuxième trimestre, la progression réelle – c'est-à-dire corrigée des variations de prix – des chiffres d'affaires des entreprises a fortement ralenti (voir graphique 1). Dans l'industrie et dans le secteur de la construction, les chiffres d'affaires n'augmentent presque plus. Dans les services, la dynamique s'est également affaiblie depuis le trimestre précédent, mais reste positive dans l'ensemble.

Les entreprises exportatrices sont touchées par l'essoufflement de leurs marchés. La demande, surtout en Europe et plus particulièrement en Allemagne, n'augmente que faiblement; les pertes de pouvoir d'achat des ménages dues à l'inflation freinent la demande de biens de consommation, et la hausse des coûts de financement pèse sur la demande de biens d'équipement. De plus, une grande partie de leur clientèle réduit ses stocks, ce qui diminue temporairement les commandes. Celles en provenance de Chine se révèlent elles aussi décevantes. En revanche, les entreprises réalisent des chiffres d'affaires relativement robustes aux États-Unis. La demande des pays d'Amérique latine et du Proche-Orient est jugée vraiment solide.

L'économie nationale affiche une dynamique hétérogène. Les entreprises du secteur des technologies de l'information et les prestataires financiers axés sur le marché intérieur enregistrent une demande toujours aussi forte. Dans ces branches, le manque de main-d'œuvre reste le facteur le plus restrictif. Le secteur de la construction profite d'une demande continue en rénovations énergétiques. Néanmoins, certaines entreprises de la construction et leurs fournisseurs perçoivent des signes de ralentissement au niveau des projets de construction et de transformation. En outre, un affaiblissement sensible de la croissance s'observe dans les branches axées sur la consommation. Ainsi, le commerce, la logistique et les producteurs de biens de consommation durables font état d'une faible évolution de la demande. Dans la restauration également, les résultats trimestriels sont plutôt maigres, en raison d'une période prolongée de mauvais temps.

Solide utilisation des capacités de production

En dépit de la faible progression des chiffres d'affaires, l'utilisation des capacités techniques de production et de l'infrastructure des entreprises reste proche de la normale dans l'ensemble (voir graphique 2). L'amélioration de la situation en matière d'approvisionnement soutient l'activité de certaines entreprises industrielles; celles-ci peuvent à présent s'atteler aux commandes enregistrées auparavant. Dans le secteur des services, les entreprises signalent également une utilisation normale de leur infrastructure. Seules quelques-unes indiquent encore disposer de surfaces de bureaux trop importantes en raison du recours au télétravail. Dans le même temps, le télétravail permet à certaines entreprises d'accroître leurs effectifs sans se trouver limitées pour des raisons de place.

Nouvelle détente en matière d'approvisionnement

La situation en matière d'approvisionnement continue à se détendre. Bien que près d'un tiers des entreprises soient toujours confrontées à des problèmes dans ce domaine (voir graphique 3), la part des entreprises fortement touchées par des difficultés de livraison s'est cependant réduite, passant d'environ un tiers pendant l'été 2022 à nettement moins de 10% récemment. Les matériaux, tels que l'acier ou le bois, ne sont presque plus affectés par de telles difficultés. En revanche, la situation reste compliquée pour certaines pièces métalliques ou certains composants électroniques spécifiques, notamment en provenance d'Asie. Compte tenu des tensions sur la chaîne de livraison, de nombreuses entreprises avaient accru leurs stocks d'achat au cours des trimestres précédents afin de réduire la vulnérabilité de leur production aux problèmes d'approvisionnement. Avec la baisse de ces tensions, les stocks d'achat élevés vont de nouveau se réduire quelque peu.

Manque de personnel en légère baisse

Les entreprises jugent le manque de main-d'œuvre un peu moins marqué qu'au trimestre précédent (voir graphique 4). Néanmoins, il constitue toujours la préoccupation majeure d'un grand nombre d'entreprises. Ainsi, près de 40% d'entre elles estiment encore que leurs ressources en personnel sont trop justes. Les difficultés de recrutement restent importantes et empêchent souvent de renforcer plus fortement les effectifs. Le recrutement d'ingénieurs dans les professions techniques et de personnes spécialisées dans la production industrielle s'est même quelque peu compliqué récemment. Dans la construction, trouver de la main-d'œuvre qualifiée pour planifier et réaliser des rénovations énergétiques reste difficile.

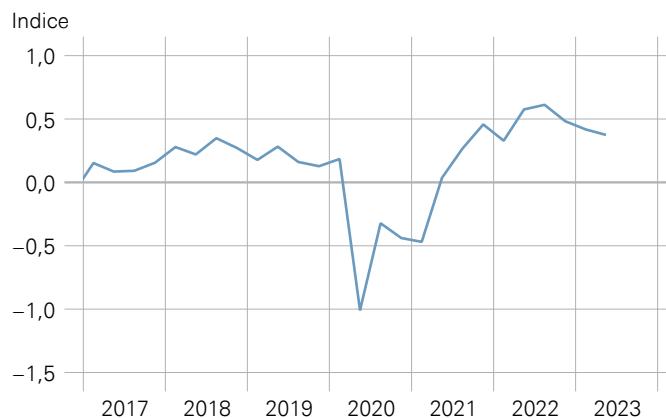
En revanche, une légère amélioration s'amorce au niveau de la disponibilité des spécialistes en technologies de l'information. Du fait des compressions d'effectifs réalisées dans les grands groupes technologiques, les postes peuvent parfois être pourvus un peu plus rapidement. Cela concerne surtout les entreprises qui offrent des conditions d'embauche intéressantes pour les spécialistes des technologies de l'information hautement qualifiés. Par ailleurs, une légère détente est observée au niveau du recrutement des professions commerciales. Les difficultés rencontrées pour engager du personnel non qualifié se sont elles aussi amoindries.

Marges bénéficiaires majoritairement robustes et situation stable en matière de liquidités

La très grande majorité des entreprises réalisent toujours des marges suffisantes pour pouvoir exercer leur activité et réaliser les investissements nécessaires (voir graphique 5). Certaines de ces entreprises disposent en plus d'une certaine réserve. Seule une entreprise sur six juge ses marges non durables. Cette proportion est en légère augmentation par rapport au trimestre précédent. La situation est surtout problématique pour les entreprises confrontées à la fois à un tassement de la demande et à un accroissement notable de leurs coûts. Dans le secteur des services, les hausses de salaires compriment les marges

Graphique 4

ÉTAT DES EFFECTIFS



Évaluation de l'état actuel des effectifs. Les valeurs positives indiquent des sous-effectifs, et les valeurs négatives, des sureffectifs.

Source: BNS.

Graphique 5

MARGES DES ENTREPRISES



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

Source: BNS.

tandis que la possibilité d'augmenter les prix est limitée. Dans l'industrie manufacturière, en revanche, les marges connaissent une amélioration partielle grâce à la baisse des prix d'achat.

Compte tenu des marges robustes, la situation en matière de liquidités des entreprises reste également confortable dans la plupart des cas. À part l'augmentation des coûts de financement des investissements due à la hausse générale des taux d'intérêt, il y a peu de signes d'un changement au niveau des conditions d'octroi de prêts.

ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES

Volumes de ventes décevants dans le commerce

Les chiffres d'affaires du commerce progressent peu. Ainsi, dans le commerce de détail, certaines entreprises indiquent que les consommatrices et consommateurs ont réagi plus fortement qu'escompté aux augmentations de prix. De plus, le temps pluvieux qui a caractérisé le début du deuxième trimestre a réfréné les envies d'achats dans le domaine des loisirs. Cela concerne par exemple les articles de sport ou le matériel de jardinage. Dans le secteur des loisirs, notamment, les entreprises constatent que l'explosion de la demande liée à la pandémie fait désormais place à une certaine normalisation, qui limite l'accroissement des chiffres d'affaires.

Dans le commerce automobile, bien que les chiffres d'affaires se soient accrus au deuxième trimestre grâce à la livraison retardée des véhicules due aux difficultés d'approvisionnement, les nouvelles commandes restent décevantes. Parmi les facteurs qui ralentissent la conjoncture, les interlocutrices et interlocuteurs citent, outre la baisse du pouvoir d'achat, l'incertitude relative à la technologie de propulsion qui s'imposera à l'avenir, ainsi que l'augmentation des taux de leasing due à la hausse des taux d'intérêt.

Dans le commerce de gros, les chiffres d'affaires affichent également une faible évolution. Dans de nombreuses branches, les stocks s'accroissent sous l'effet d'une demande plus faible que prévue. Les entreprises réagissent en réduisant leurs commandes, ce qui freine la progression des ventes dans le commerce de gros et la logistique. Cette situation s'accompagne d'une pression accrue sur les prix.

Signaux mitigés dans l'hôtellerie et la restauration

Dans l'hôtellerie, le nombre des hôtes étrangers est toujours inférieur aux records enregistrés avant la pandémie. Le retour de la clientèle chinoise à son niveau antérieur est en partie freiné par l'insuffisance des capacités de transport aérien et d'octroi de visas. Néanmoins, les voyageuses et voyageurs en provenance d'autres régions d'Asie, ainsi que des États-Unis et du Proche-Orient, compensent en grande partie ce déficit. Cette clientèle étant perçue comme solvable, plusieurs entreprises tentent d'orienter leur offre en conséquence.

L'évolution positive dans l'hôtellerie se reflète également dans la solide demande enregistrée par les entreprises de restauration axées sur le tourisme. Dans le même temps, certaines affichent des chiffres d'affaires en baisse par rapport au trimestre précédent, surtout en raison des conditions météorologiques pluvieuses qui ont marqué le début de la période des entretiens. En outre, les entreprises semblent faire preuve de prudence en ce qui concerne les dépenses consacrées aux manifestations professionnelles.

Évolution inégale dans le secteur financier et dans les TIC

Le secteur financier affiche une croissance disparate durant la période considérée. Les prestataires financiers axés sur le marché intérieur font état d'une marche des affaires satisfaisante, notamment grâce au produit des intérêts. En revanche, les banques ayant des activités de gestion de fortune importantes à l'échelle internationale observent une certaine réserve de la part de la clientèle dans un contexte économique et monétaire incertain.

Dans les entreprises des technologies de l'information et de la communication (TIC), la croissance des chiffres d'affaires reste élevée du fait de la transformation numérique engagée par de nombreuses entreprises et des besoins importants en solutions de cybersécurité.

Bonne utilisation des capacités dans la construction, mais perspectives modérées

Dans le secteur de la construction, les carnets de commandes restent globalement solides. Les besoins élevés en rénovations énergétiques et la pénurie générale de logements soutiennent la demande. Les interlocutrices et interlocuteurs observent toutefois une multiplication des signes de ralentissement pour les prochains trimestres. Les particuliers, par exemple, semblent être de plus en plus frileux dans leurs projets d'aménagement. La hausse des coûts de construction devrait freiner l'activité. D'une manière générale, les entreprises font état d'une pression concurrentielle accrue pour les nouvelles commandes. La disponibilité des terrains à bâtir et les difficultés liées à l'obtention des permis de construire limitent également l'activité.

Ralentissement dans de larges pans de l'industrie

De larges pans de l'industrie sont touchés par un ralentissement de la conjoncture, avec toutefois des différences en partie marquées entre les branches. Ainsi, dans l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux, de nombreuses entreprises constatent un net tassement de l'activité. C'est par exemple le cas de certaines entreprises actives dans la fabrication de produits métallurgiques. Le fait que la clientèle réduise ses stocks est souvent considéré comme un frein à la demande. En revanche, les fabricants de biens nécessaires à la transition énergétique tirent avantage d'une demande toujours aussi soutenue. C'est également le cas des fournisseurs de l'industrie de la construction qui fabriquent par exemple des produits utilisés pour les rénovations ou les infrastructures énergétiques. D'autres fournisseurs de la construction

enregistrent dans le même temps un recul de leurs volumes d'affaires, qui s'explique souvent par la hausse des taux d'intérêt.

La marche des affaires des fournisseurs de biens de consommation est modérée elle aussi. Les entreprises ressentent les effets du tassement de la demande pour les biens durables, mais également pour les denrées alimentaires haut de gamme. Dans l'industrie horlogère, en revanche, certains fabricants parviennent à accroître nettement leurs chiffres d'affaires et à échapper ainsi au tassement général de la croissance. À l'échelle mondiale, la demande enregistre toujours une forte croissance, mais les fabricants de montres signalent une évolution décevante des ventes en Chine, à l'instar des entreprises actives dans d'autres branches industrielles.

PERSPECTIVES

Optimisme presque intact

Malgré le récent ralentissement de la croissance, la plupart des entreprises restent optimistes quant aux deux prochains trimestres et s'attendent à une forte augmentation de leur chiffre d'affaires (voir graphique 6). La plupart des entreprises industrielles, notamment, espèrent que les effets de la réduction des stocks disparaîtront durant le reste de l'année ou qu'elles parviendront à surmonter le fléchissement actuel grâce à un meilleur positionnement sur le marché et à des produits innovants. Dans les services aussi, les entreprises s'attendent à ce que la marche des affaires reparte largement à la hausse.

Compte tenu des perspectives positives et des effectifs tout juste suffisants, il est prévu de renforcer les ressources de personnel (voir graphique 7). Pour faire face à la situation difficile en matière de recrutement et à la hausse de l'inflation, les entreprises ont relevé les salaires de 2,7% en moyenne cette année. Pour l'instant, elles tablent sur une progression des salaires de 1,9% en 2024. Elles sont toutefois nombreuses à préciser que la marche des affaires et l'inflation mesurée au moment des négociations salariales auront une influence considérable sur les accords salariaux.

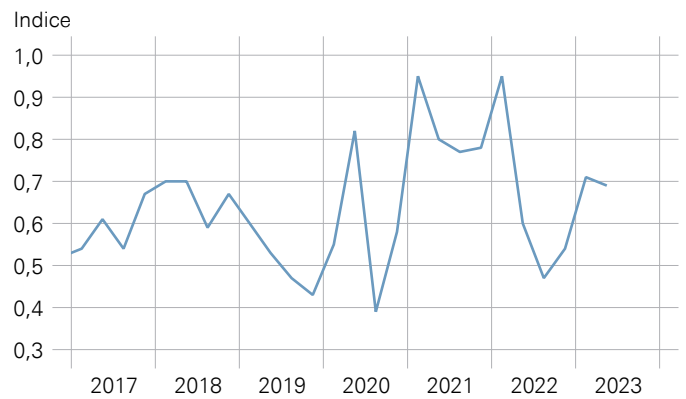
Pour les douze prochains mois, les entreprises envisagent une hausse des investissements un peu plus modérée qu'au trimestre précédent. Certaines ayant fortement investi récemment, font preuve à présent d'une plus grande retenue. Le besoin de rattrapage qui avait fait suite à la pandémie s'affaiblit. Les entreprises continuent à privilégier les investissements dans l'automatisation et dans l'infrastructure informatique afin de répondre au manque de personnel.

Ralentissement de la hausse des prix d'achat et de vente

En raison de la détente sur les chaînes d'approvisionnement, du recul des prix des matières premières et de la concurrence accrue du fait du ralentissement conjoncturel global, les entreprises ne s'attendent plus guère à une hausse des prix d'achat (voir graphique 8). Une partie des interlocutrices et interlocuteurs de l'industrie et de la construction anticipent même des baisses parfois notables,

Graphique 6

CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE

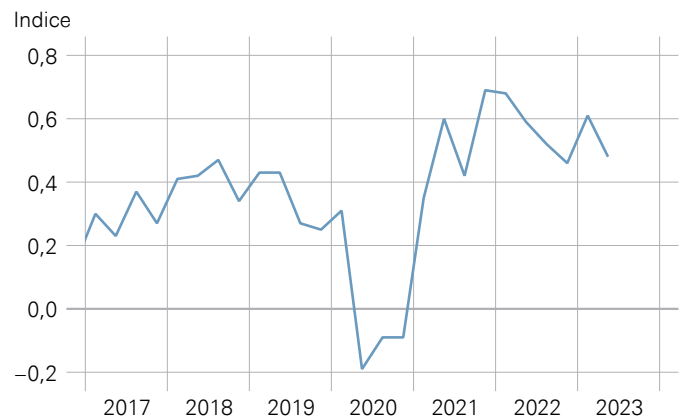


Évolution attendue des chiffres d'affaires, en termes réels, pour les deux trimestres suivants. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les valeurs négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 7

ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS

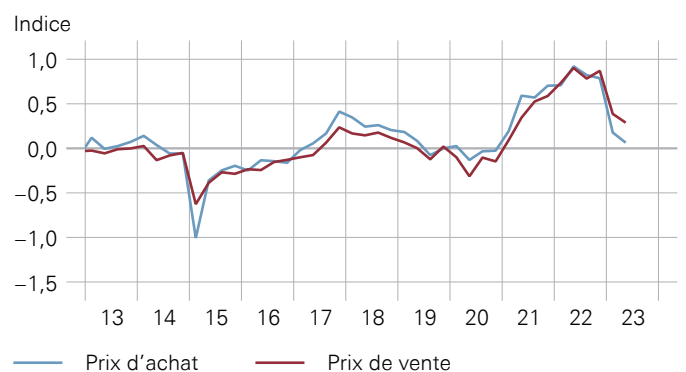


Évolution attendue des effectifs pour les deux trimestres suivants. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les valeurs négatives, une diminution.

Source: BNS.

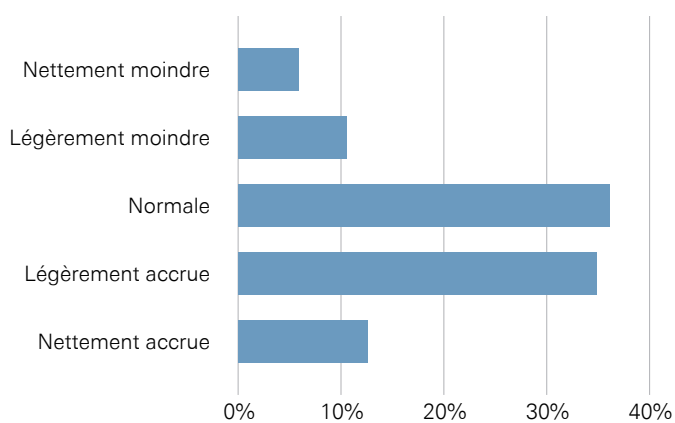
Graphique 8

ÉVOLUTION ATTENDUE DES PRIX D'ACHAT ET DE VENTE



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

Source: BNS.

INCERTITUDE

Incertaineté concernant la marche des affaires au cours des deux prochains trimestres.

Source: BNS.

notamment pour les matériaux tels que le bois ou l'acier. Dans le secteur des services, en revanche, de nouvelles hausses des prix d'achat, bien que modérées, sont escomptées. Elles s'expliquent par l'accroissement des charges salariales et des coûts de l'énergie chez les fournisseurs.

Face à cette situation, les entreprises sont plus nombreuses à prévoir de nouvelles augmentations de leurs prix de vente. Elles justifient cette évolution par le fait que la hausse des coûts salariaux et des coûts d'approvisionnement n'a pas pu être répercutée entièrement jusqu'ici et qu'il existe donc toujours un certain besoin de rattrapage. Si ces augmentations ont parfois rencontré une résistance inhabituellement faible aux trimestres précédents, elles semblent à présent donner davantage de fil à retordre en raison de la situation concurrentielle.

Persistence d'une forte incertitude

Les entreprises estiment que l'incertitude quant à l'évolution de la marche des affaires est un peu moins forte que l'année précédente. L'approvisionnement énergétique n'est plus le principal sujet de préoccupation bien qu'une pénurie énergétique soit toujours considérée comme un risque potentiel pour l'hiver prochain. La détente sur les chaînes d'approvisionnement contribue à l'amélioration de la planification.

Néanmoins, pour près de la moitié des entreprises, l'incertitude est toujours supérieure à un niveau considéré comme normal, en raison de toute une série d'impondérables (voir graphique 9). L'évolution de la conjoncture suscite ainsi des craintes. Bien que les entreprises s'attendent pour la plupart à une reprise de la marche des affaires, elles s'inquiètent du tassement actuel de la demande. Il est encore compliqué pour elles d'estimer les conséquences de l'inflation et de l'augmentation des taux d'intérêt. Le contexte géopolitique, notamment la guerre en Ukraine et les tensions entre la Chine et Taïwan, sont cités comme autant de facteurs d'incertitude. Certaines entreprises voient en outre leurs possibilités de débouchés menacées par le renforcement du protectionnisme en Chine.

En raison des turbulences dans le secteur bancaire aux États-Unis et de la crise du Credit Suisse, certaines entreprises – surtout au début de la période de réalisation des entretiens – ont cité la stabilité financière comme un facteur de risque supplémentaire. Les répercussions à moyen terme du rachat du Credit Suisse par UBS préoccupent les prestataires de services qui travaillent avec ces banques. De plus, les petites et moyennes entreprises, notamment, veulent diversifier leurs relations bancaires et pouvoir avoir affaire à plusieurs banques. Certaines entreprises craignent également que la concurrence sur le segment de la clientèle commerciale s'affaiblisse en raison du rachat du Credit Suisse par UBS.

La pénurie de main-d'œuvre reste un facteur de risque souvent évoqué. Certaines entreprises doutent de parvenir à mettre en œuvre leurs plans de renforcement des effectifs. Le manque de personnel n'est pas considéré comme un défi passager. Le vieillissement de la population se reflète dans l'augmentation des départs à la retraite, qui va encore s'accroître. Les entreprises tentent par conséquent d'accroître leur attractivité en tant qu'employeur.

La numérisation est perçue comme une opportunité, notamment dans le contexte de pénurie de personnel, mais la menace représentée par les cyberrisques reste entière.

Le développement durable en tant que tendance du marché constitue un nouveau défi. De nombreuses entreprises s'efforcent de réduire leur empreinte écologique, par exemple en installant des installations photovoltaïques sur leurs toits. L'évolution des préférences d'achat de la clientèle, mais aussi l'attention accrue portée par les bailleurs de fonds à cette question, poussent les entreprises à adapter leurs modèles d'affaires.

Par ailleurs, certaines entreprises perçoivent l'environnement réglementaire comme de plus en plus complexe, dense ou source d'incertitudes. Cela vaut pour la protection de l'environnement, mais également et surtout pour la sécurité des produits ainsi que pour les prescriptions en matière de construction et celles relatives au bruit.

ANTICIPATIONS D'INFLATION

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

À propos des Signaux conjoncturels

Approche

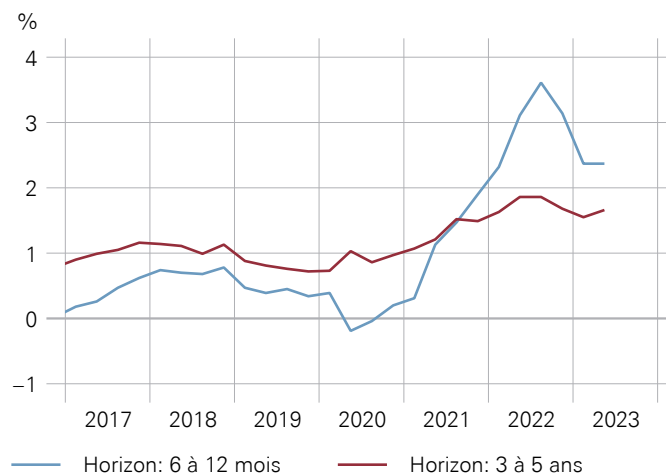
Les déléguées et délégués de la BNS mènent des entretiens trimestriels avec des membres de la direction d'entreprises de toute la Suisse. Les *Signaux conjoncturels* constituent un condensé des principaux résultats de ces entretiens.

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

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

Graphique 10

ANTICIPATIONS D'INFLATION



Source: BNS.

Les anticipations d'inflation à court terme – mesurées par l'indice des prix à la consommation – sont restées stables. Pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève toujours à 2,4% en moyenne (voir graphique 10). Les interlocutrices et interlocuteurs estiment que l'inflation décroîtra à moyen terme pour s'inscrire à nouveau dans la plage que la BNS assimile à la stabilité des prix. Leurs anticipations pour les trois à cinq prochaines années se situent ainsi à 1,7%, soit une valeur un peu plus élevée qu'au trimestre précédent. Les personnes interrogées soulignent le rôle important que les banques centrales sont amenées à jouer pour garantir la stabilité des prix à moyen terme.

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

Interprétation des graphiques

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

Informations complémentaires

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

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.

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

Juin 2023

Lors de l'examen du 23 mars de la situation économique et monétaire, la BNS poursuit le resserrement de sa politique monétaire et relève de 50 points de base son taux directeur pour le porter à 1,5%. Elle contre ainsi la pression inflationniste, qui s'est encore accrue. Afin de garantir des conditions monétaires appropriées, la BNS reste en outre disposée à être active au besoin sur le marché des changes. Les avoirs à vue des banques à la BNS sont rémunérés, jusqu'à un seuil défini, au taux directeur de la BNS. La part dépassant ce seuil est rémunérée au taux de 1%. Avec ce système à deux paliers pour la rémunération des avoirs à vue et ses opérations d'*open market*, la Banque nationale veille à ce que les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé demeurent proches de son taux directeur.

Mars 2023

Le 19 mars, la Banque nationale annonce qu'elle apporte son soutien au rachat du Credit Suisse par UBS en allouant d'importantes aides sous forme de liquidités. En plus des facilités existantes, le Credit Suisse et UBS peuvent obtenir des aides sous forme de liquidités jusqu'à concurrence de 200 milliards de francs sur la base de l'ordonnance de nécessité du Conseil fédéral. Ces aides supplémentaires sont assorties soit d'un privilège en cas de faillite, soit de ce même privilège et d'une garantie du risque de défaillance par la Confédération. Une partie importante de ces aides doit de plus être mise à disposition sous forme de devises. Grâce à ces dispositions, la solvabilité du Credit Suisse est constamment garantie pendant la crise. La BNS assume ainsi sa tâche consistant à contribuer à la stabilité du système financier. Dans cette situation d'incertitude exceptionnelle, le rachat du Credit Suisse par UBS avec le soutien de la Confédération, de la FINMA et de la BNS, a permis de trouver une solution afin de garantir la stabilité financière et de protéger l'économie suisse.

Lors de l'examen du 15 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS poursuit le resserrement de sa politique monétaire et relève de 50 points de base le taux directeur de la BNS pour le porter à 1%. Elle contre ainsi la pression inflationniste accrue et en entrave la propagation à d'autres biens et services. Afin de garantir des conditions monétaires appropriées, la BNS est en outre disposée à être active au besoin sur le marché des changes. Les avoirs à vue des banques à la BNS sont rémunérés, jusqu'à un seuil défini, au taux directeur de la BNS. La part dépassant ce seuil est rémunérée au taux de 0,5%. Avec ce système à deux paliers pour la rémunération des avoirs à vue et ses opérations d'*open market*, la Banque nationale veille à ce que les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé demeurent proches de son taux directeur.

Décembre 2022

Lors de l'examen du 22 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS poursuit le resserrement de sa politique monétaire et relève de 75 points de base le taux directeur de la BNS pour le porter à 0,5%. Elle entend ainsi contrer la pression inflationniste accrue et en entraver la propagation à d'autres biens et services. Afin de garantir des conditions monétaires appropriées, la BNS est en outre disposée à être active au besoin sur le marché des changes. Par ailleurs, la Banque nationale adapte la mise en œuvre de sa politique monétaire au contexte de taux d'intérêt positifs. Elle garantit par là que les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé demeurent proches de son taux directeur. Les avoirs à vue des banques à la BNS sont rémunérés au taux directeur de la BNS jusqu'à un seuil défini. Un taux de 0% s'applique à la part des avoirs à vue dépassant ce seuil.

Septembre 2022

Glossaire

Action	→ Titre qui procure à son détenteur un droit de propriété sur une part d'une entreprise.
Annualisation	Opération consistant à extrapoler à une année des données portant sur une période différente. Si par exemple le → PIB s'accroît de 1% d'un trimestre à l'autre, sa progression annualisée est de 4,06%.
Autres prêts	Ensemble des prêts octroyés aux ménages et aux entreprises qui ne sont pas des → prêts hypothécaires (définition de la BNS). Ils peuvent être gagés ou en blanc (→ prêts gagés).
Avoirs à vue à la BNS	Avoirs (également appelés «avoirs en comptes de virement») détenus par les banques et destinés aux opérations qu'elles effectuent pour leurs clients (telles que des paiements). Ils incluent les avoirs des banques résidentes, les engagements à vue envers la Confédération, les avoirs des banques et autres établissements non résidents et les autres engagements à vue.
Baromètre conjoncturel du KOF	→ Indicateur publié depuis les années 1970 par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), renseignant sur l'évolution à court terme de la → conjoncture en Suisse.
Bons de la BNS	Titres de créance en francs émis par la Banque nationale et productifs d'intérêts, qui permettent de résorber temporairement des → liquidités sur le marché monétaire. Le premier appel d'offres a eu lieu à l'automne 2008. Le montant adjudgé à une banque lors de l'émission de Bons de la BNS est prélevé sur son compte de virement auprès de la Banque nationale et inscrit au passif du bilan de la BNS au poste Propres titres de créance. Les Bons de la BNS ont une durée de douze mois au maximum. Ils sont éligibles pour les → pensions de titres, dans le cadre desquelles ils peuvent servir de → garantie.
Capital	1. Moyens de financement (→ fonds propres et → fonds de tiers). 2. → Facteurs de production (par exemple machines).
Conditions monétaires	Conditions déterminées par le niveau des taux d'intérêt et par le → cours de change. La Banque nationale agit sur ces derniers en utilisant ses → instruments de politique monétaire pour accomplir son → mandat.
Conjoncture	Écart de l'activité économique par rapport à sa tendance de long terme. Cet écart apparaît notamment dans le → PIB → réel, mais également dans de nombreux → indicateurs (tels que le chômage ou le climat de consommation). Un cycle conjoncturel s'étend du début d'une augmentation de l'activité à la fin d'un ralentissement (→ récession).
Consommation publique	Dépenses courantes d'un État, à savoir découlant de la fourniture de biens et services à ses résidents (par exemple l'éducation, la santé ou la défense).
Contrat à terme	Contrat régissant une opération devant être exécutée à une date ultérieure.
Contrôle de la courbe des rendements	Élément de la politique monétaire d'une banque centrale consistant à annoncer un objectif en termes de rendement des obligations d'État d'une échéance déterminée (généralement à moyen ou à long terme) et à veiller, par des achats d'obligations, à ce que le rendement effectif soit proche de cet objectif.
Correction des valeurs saisonnières (CVS)	Méthode statistique consistant à éliminer des séries chronologiques les phénomènes saisonniers (tels que la hausse du chômage les mois d'hiver), par exemple afin de mieux faire ressortir l'évolution de la → conjoncture.
Corrigé des événements sportifs	Se dit de données pour lesquelles la → création de valeur résultant des grands événements sportifs est répartie de manière homogène avant, pendant et après l'année où l'événement a eu lieu. Les corrections apportées concernent le → PIB, les données de la branche des arts et spectacles ainsi que les exportations et importations de services. Les données corrigées des événements sportifs fournissent une appréciation plus précise de la situation conjoncturelle, dans la mesure où les effets périodiques à la hausse ou à la baisse des grands événements sont lissés.
Courbe des taux d'intérêt, courbe des rendements	Représentation graphique du → rendement de placements à taux fixes de qualité équivalente mais de durées différentes. Souvent, il s'agit du rendement des → obligations d'État. La courbe est généralement ascendante car les investisseurs exigent une → prime de risque pour les placements à plus long terme.
Cours de change	Valeur d'échange de deux monnaies, à savoir le prix d'une monnaie en unités de l'autre. On parle de cours de change → réel lorsque le cours est corrigé de l'évolution des prix dans les zones monétaires concernées. On parle de → cours de change pondéré par le commerce extérieur lorsqu'il est calculé en fonction des monnaies des partenaires commerciaux.
Cours de change pondéré par le commerce extérieur	Indice correspondant à la valeur de la monnaie d'un pays vis-à-vis des monnaies des partenaires commerciaux, calculé en pondérant ces différentes monnaies par les parts respectives des partenaires commerciaux dans le commerce extérieur. Également appelé → cours de change effectif.

Création de valeur	Indicateur mesurant l'activité d'une branche et calculé en déduisant de la valeur des biens et services produits par cette branche celle des consommations intermédiaires fournies par les autres branches. Corrigée des taxes et impôts acquittés ainsi que des subventions perçues, la valeur totale créée par l'ensemble des branches est égale au → PIB.
Croissance potentielle	Croissance du → potentiel de production.
Déflateur de la consommation	Mesure de l'évolution des prix de l'ensemble des biens et services consommés par les ménages, qu'ils soient produits dans le pays ou importés. À la différence de l'→ indice des prix à la consommation, il n'est pas construit à partir d'un → panier de consommation défini, mais tient compte de l'ensemble des dépenses de consommation.
Déflation	Baisse durable du niveau général des prix.
Déléguées et délégués aux relations avec l'économie régionale	Représentantes et représentants de la BNS dans les différentes régions de Suisse qui collectent des informations sur la situation économique par leurs contacts avec les entreprises et qui présentent la politique de la Banque nationale dans leur région. Les déléguées et délégués sont assistés par des conseils consultatifs régionaux. La BNS a des représentations dans les villes de Bâle, Berne, Genève, Lausanne, Lucerne, Lugano, Saint-Gall et Zurich.
Demande intérieure finale	Somme de la consommation des ménages, des entreprises et des administrations publiques, ainsi que des investissements dans la construction et les biens d'équipement (par exemple nouvelles machines).
Devises	Avoirs et créances libellés dans une monnaie étrangère.
Écart de production	Différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB → réel observé et le → potentiel de production estimé. Lorsque la production effective de l'économie est inférieure au potentiel de production, l'écart de production est négatif et les capacités de production sous-utilisées (→ utilisation des capacités de production).
Écart de taux	Écart de rémunération existant entre différents placements en fonction par exemple de la monnaie dans laquelle ils sont libellés ou des risques qu'ils comportent. Les opérations sur taux d'intérêt exploitent ces écarts entre produits financiers afin de générer un profit.
Emprunt	→ Obligation
Équivalents plein temps	Nombre d'employés à plein temps qui serait requis pour accomplir les heures de travail effectuées par l'ensemble des effectifs d'une entreprise, tous taux d'occupation confondus.
Examen de la situation économique et monétaire	Examen approfondi de l'évolution économique en Suisse et à l'étranger, et des → conditions monétaires en Suisse, effectué généralement chaque trimestre par la Direction générale de la BNS, et débouchant sur une décision de → politique monétaire (resserrement, assouplissement ou statu quo).
Facilité permanente	→ Instrument de politique monétaire utilisé à l'initiative d'une banque commerciale, et non pas de la BNS comme dans les opérations d' <i>open market</i> .
Facteurs de production	Facteurs entrant dans la production de biens et de services (essentiellement le travail et le → capital).
Filtre HP	→ Filtre de Hodrick-Prescott
Filtre de Hodrick-Prescott	Méthode utilisée pour calculer la tendance d'une série de données. Les écarts constatés entre cette tendance ainsi calculée et le → PIB → réel sont par exemple pris en compte dans l'analyse de la conjoncture.
Filtre multivarié	Méthode utilisée notamment dans le cadre de l'analyse conjoncturelle et qui recourt, contrairement au → filtre HP, à plusieurs → indicateurs pour calculer la tendance d'une série de données.
Fonction de production	Relation entre les éléments entrant dans le processus de production (→ facteurs de production) et le résultat de ce processus (biens et services produits).
Fonds de tiers	Dettes et provisions constituées par une entreprise.
Fonds propres	Différence entre les actifs et les dettes (→ fonds de tiers) d'une entreprise.
Gage	Garantie fournie par un débiteur à son créancier lors d'un prêt (→ prêt gagé) afin de réduire à la fois le risque pour le créancier et le → taux d'intérêt exigé par ce dernier. Le créancier peut disposer du gage si le débiteur n'est pas en mesure de rembourser la somme empruntée ou de verser les intérêts exigés.
Garantie	→ Gage.
Indicateur	Chiffre clé ou série statistique qui renseigne sur une variable économique telle que l'évolution de la → conjoncture.
Indice suisse des prix à la consommation (IPC)	Indice calculé par l'Office fédéral de la statistique mesurant l'évolution moyenne des prix des biens et services consommés par les ménages en Suisse. L'IPC est calculé chaque mois à l'aide d'un → panier de biens et services reflétant les habitudes de consommation des ménages.
Industrie MEM	Industrie des machines, des équipements électriques et des métaux.
Inflation	Progression durable du niveau général des prix. L'inflation réduit le → pouvoir d'achat de la monnaie. En Suisse, elle est mesurée par l'→ indice des prix à la consommation: son taux correspond à la progression, en %, de cet indice par rapport à l'année précédente.

Inflation sous-jacente	Mesure de l'évolution fondamentale des prix (→ inflation), qui exclut les biens et services dont les prix sont particulièrement volatils (par exemple l'énergie et les denrées alimentaires). L'OFS1 calculé par l'Office fédéral de la statistique laisse ainsi de côté l'énergie, les carburants, les produits alimentaires non transformés et les biens et services saisonniers. La TM15 établie par la BNS exclut quant à elle 15% des biens et services de l'IPC à chaque extrémité de la dispersion pour ce qui est du taux de variation annuel.
Instrument de politique monétaire	Instrument, tel que les → pensions de titres ou les → interventions sur le marché des changes, utilisé par la Banque nationale en vue de mettre en place des → conditions monétaires appropriées.
Intervention sur le marché des changes	Achat ou vente, par une banque centrale, de sa propre monnaie contre une monnaie étrangère dans le but d'influer sur le → cours de change.
Liquidité	1. (Au singulier): capacité d'effectuer en tout temps et sans limitation les paiements arrivés à échéance. 2. (Au pluriel): moyens financiers nécessaires à la liquidité au sens 1. Les banques échangent des liquidités sur le → marché monétaire, et la BNS peut influer sur le volume de ces dernières, notamment en effectuant des → pensions de titres. 3. (Au singulier): état d'un marché sur lequel les opérations peuvent être effectuées sans entraîner de fluctuations de prix importantes.
Mandat de la Banque nationale	Mandat donné à la BNS de mener, en tant que banque centrale indépendante, la politique monétaire dans l'intérêt général du pays (art. 99 de la Constitution fédérale) et de garantir la → stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la → conjoncture (art. 5, al. 1, de la loi sur la Banque nationale).
Marché des capitaux	Marché sur lequel des fonds sont levés et placés pour une durée de plus d'un an. Il est complémentaire du → marché monétaire. On distingue le marché des → fonds propres (→ actions) et le marché des → fonds de tiers (→ obligations).
Marché monétaire	Marché où notamment les banques s'empruntent et se prêtent mutuellement des fonds à court terme (c'est-à-dire pour une durée n'excédant pas un an). Ces prêts peuvent ou non être assortis d'une → garantie (→ pension de titres).
Mesure macroprudentielle	Mesure réglementaire appliquée notamment aux banques, et visant à renforcer la → stabilité financière.
Monnaie au sens large	Numéraire en circulation et fonds détenus auprès des banques par les ménages et les entreprises non bancaires. À ne pas confondre avec la → monnaie centrale.
Monnaie centrale	Somme des billets en circulation et des → avoirs à vue détenus par les banques commerciales résidentes auprès de la BNS, aussi appelée M0 ou «base monétaire».
Nominal, en termes nominaux	Se dit d'une variable économique qui n'a pas été corrigée des variations des prix (→ taux d'intérêt nominal).
Obligation	→ Titre de créance, la plupart du temps producteur d'→ intérêts, émis par un emprunteur (l'émetteur) et remis au prêteur (le créancier) contre la mise à disposition d'un montant donné pour une durée définie, au terme de laquelle l'émetteur rembourse le créancier.
Obligation d'État	Titre de créance émis par une collectivité de droit public.
Opération d' <i>open market</i>	→ Instrument de politique monétaire mis en œuvre à l'initiative de la BNS et non pas d'une banque commerciale, à la différence d'une → facilité permanente.
Opération de réglage fin	Mesure prise par une banque centrale dans le but d'atténuer les fluctuations excessives des → taux d'intérêt à court terme sur le → marché monétaire. Une → pension de titres peut être utilisée à cette fin.
Option	Droit d'acheter (option d'achat, <i>call</i>) ou de vendre (option de vente, <i>put</i>) un actif tel qu'une action pour un prix fixé d'avance. Ce droit peut être titrisé sous forme d'un certificat d'option ou <i>warrant</i> pour être négocié en bourse.
Panier	Ensemble des biens et services consommés par un ménage moyen. Basé sur une enquête réalisée auprès des ménages, le panier sert à calculer l'→ indice suisse des prix à la consommation.
Pension de titres	Vente de → titres par un emprunteur à un prêteur, avec l'engagement de racheter, à une date ultérieure, un volume équivalent de titres de même catégorie. D'un point de vue économique, il s'agit d'un → prêt gagé, rémunéré au → taux des pensions de titres. Ce dispositif permet à la BNS de piloter les → liquidités sur le → marché monétaire. La BNS peut ainsi injecter des liquidités (prise en pension de titres), ou en résorber (mise en pensions de titres).
PMI de l'industrie	(Abréviation de <i>purchasing managers index</i> , indice des directeurs d'achat). Indice basé sur des enquêtes et reflétant l'activité industrielle, constitué, dans le cas de la Suisse, des sous-indices suivants: production, évolution des carnets de commandes, délais de livraison, stocks, achats et emploi. Si le PMI est supérieur à 50 points, cela traduit une croissance de l'activité.
Politique budgétaire	Ensemble des mesures qu'un État met en œuvre par l'intermédiaire de ses recettes et dépenses pour influer sur la → conjoncture.

Politique monétaire	Politique de la banque centrale visant à assurer, par la mise en œuvre de ses → instruments de politique monétaire, des → conditions monétaires appropriées et à remplir par là même son → mandat.
Potentiel de production	Niveau du → PIB → réel dans l'hypothèse d'une utilisation normale des → facteurs de production. On parle également de production potentielle. Peut notamment être estimé à l'aide du → filtre HP.
Pouvoir d'achat	Quantité de biens et de services d'un → panier défini qu'il est possible d'acheter avec une unité monétaire. En cas d'→ inflation, le pouvoir d'achat recule.
Prêt gagé	Prêt pour lequel l'emprunteur fournit une → garantie. Si aucune garantie n'est fournie, on parle de prêt non gagé ou en blanc. La forme la plus importante de prêt gagé est le → prêt hypothécaire.
Prêt hypothécaire	→ Prêt gagé dont le gage est un bien immobilier.
Prévision d'inflation conditionnelle	Prévision publiée chaque trimestre par la BNS à l'occasion de l'→ examen de la situation économique et monétaire, portant sur l'évolution du taux d'→ inflation pour les trois années suivantes. Elle est conditionnelle, car elle repose sur l'hypothèse selon laquelle la BNS ne modifiera pas son → taux directeur pendant la période considérée. La BNS fonde ses décisions de politique monétaire sur la prévision d'inflation.
Prime de risque	Rémunération supplémentaire reflétant le risque estimé d'un instrument financier (par rapport à un placement sans risque).
Prix de transaction	Prix auquel une opération est effectivement conclue (à distinguer du prix de l'offre et de celui de la demande).
Produit intérieur brut, PIB	Valeur de l'ensemble des biens et services produits dans une économie durant une période, déduction faite des consommations intermédiaires. Le PIB en termes → réels constitue la mesure la plus importante de la → création de valeur dans une économie.
Récession	Contraction de l'économie, souvent définie comme une baisse du → PIB → réel pendant au moins deux trimestres consécutifs.
Réel, en termes réels	Se dit d'une variable économique corrigée des variations liées à l'évolution des prix (→ taux d'intérêt réel).
Refinancement	1. Levée de fonds opérée par une banque commerciale sur le → marché monétaire ou sur le → marché des capitaux. 2. Remboursement de dettes arrivant à échéance par l'émission de nouvelles dettes.
Rendement	Gains réalisés sur des placements financiers ou sur des investissements et généralement exprimés en pourcentage du → capital investi.
Réserves minimales	Montant que les banques doivent détenir sous forme de numéraire en francs et d'→ avoirs à vue auprès de la BNS pour couvrir une part de leurs engagements à court terme en francs (par exemple dépôts de la clientèle) en vue de contribuer au bon fonctionnement du → marché monétaire. Les réserves minimales servent par ailleurs de base pour déterminer le → seuil de rémunération des banques résidentes.
SARON	(Abréviation de Swiss Average Rate Overnight). Taux des → pensions de titres en francs portant sur des échéances d'une journée et reposant sur les → prix de transaction et les offres de prix contraignantes. La BNS concentre son attention sur le SARON lorsqu'elle s'attache à maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire en francs à un niveau proche de celui de son → taux directeur.
Scénario de base	Ensemble d'hypothèses sur l'évolution la plus probable, d'après la BNS, de l'économie mondiale durant les trois années calendaires suivantes, servant de base à ses prévisions économiques et à sa → prévision d'inflation en Suisse.
Seuil de rémunération	Lorsque le → taux directeur de la BNS est égal ou supérieur à 0%, niveau des → avoirs à vue d'une banque jusqu'auquel le → taux directeur de la BNS s'applique. Un taux réduit s'applique à la part dépassant ce seuil. Le seuil est au moins égal à zéro franc. Pour les banques résidentes, il est égal à la moyenne du montant des → réserves minimales requises des trois dernières années, multipliée par le coefficient en vigueur du seuil.
Stabilité des prix	Situation dans laquelle l'→ inflation mesurée par l'→ indice suisse des prix à la consommation est inférieure à 2%, sans pour autant qu'il y ait → déflation (définition de la BNS).
Stabilité financière	État d'un système financier dont les composantes – banques, marchés financiers et infrastructures des marchés financiers (par exemple les bourses) – remplissent leur fonction et sont en mesure de résister à d'éventuelles perturbations.
Stratégie de politique monétaire	Stratégie fixant les modalités de mise en œuvre du → mandat de la Banque nationale. En vigueur depuis décembre 1999, cette stratégie comporte trois éléments: une définition de la → stabilité des prix, une → prévision d'inflation conditionnelle portant sur les trois années suivantes et → le taux directeur de la BNS.
Swap	Opération financière donnant lieu à un échange de flux de paiements entre deux parties.
Swap de taux d'intérêt	→ Swap dans lequel l'une des parties paie à l'autre un → taux variable indexé sur un taux du marché et se voit en échange créditer d'un taux fixe déterminé préalablement par contrat.

Taux d'intérêt	Prix payé par le débiteur au créancier pour la mise à disposition de → liquidités (2.) pendant une durée déterminée. Il dépend de la durée de mise à disposition, de la qualité (honorabilité et solvabilité) du débiteur et de celle des éventuelles garanties fournies par ce dernier (→ sûreté). Exprimé en pourcentage du crédit, le taux d'intérêt se réfère généralement à une durée d'un an.
Taux d'intérêt du marché monétaire gagé	→ Taux d'intérêt des → prêts gagés accordés sur le → marché monétaire, la plupart du temps conclus sous forme de → pensions de titres (→ SARON).
Taux d'intérêt négatif	→ Instrument de politique monétaire que la BNS a appliqué de janvier 2015 à septembre 2022 aux avoirs à vue qui dépassaient un certain → montant exonéré. Le taux d'intérêt négatif était égal au → taux directeur de la BNS.
Taux d'intérêt nominal	→ Taux d'intérêt généralement appliqué dans une opération de crédit, qui ne tient pas compte du recul du → pouvoir d'achat de la monnaie découlant de l' → inflation enregistrée pendant la durée d'un prêt.
Taux d'intérêt réel	Taux d'intérêt égal au → taux d'intérêt nominal corrigé de la perte de → pouvoir d'achat intervenant sur la durée d'une opération de crédit du fait de l' → inflation. Le taux d'intérêt réel est donc la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation.
Taux de chômage	Rapport, exprimé en pourcentage, entre le nombre de chômeurs et l'ensemble de la population active (somme des personnes actives occupées et des chômeurs).
Taux directeur de la BNS	Taux fixé par la BNS pour la mise en œuvre de sa → politique monétaire. La BNS s'attache à maintenir les → taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs proches de son taux directeur. Le → SARON est le plus représentatif de ces taux.
Titre	Valeur mobilière représentant un droit patrimonial (par exemple celui de percevoir des intérêts). Les → actions et les → obligations constituent les principaux titres négociés sur les marchés.
Utilisation des capacités de production	Taux d'utilisation des capacités techniques (par exemple des machines et équipements) d'une entreprise ou d'une branche.
Utilisation du crédit	Crédit effectivement utilisé par l'emprunteur du montant octroyé par une banque dans le cadre d'une limite de crédit.
Volant anticyclique de fonds propres	→ Mesure macroprudentielle visant à garantir la → stabilité financière et contraignant les banques à détenir davantage de → fonds propres en fonction des risques auxquels elles sont exposées, par exemple sur l'ensemble du marché du crédit ou dans certains segments (marché hypothécaire).
Volatilité	Ampleur des fluctuations d'une variable telle que le cours des actions ou les → taux d'intérêt durant une période définie.

Éditeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Interbrand AG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Version imprimée

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

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



Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

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

Internet

www.snb.ch

Droits d'auteur/copyright ©

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

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

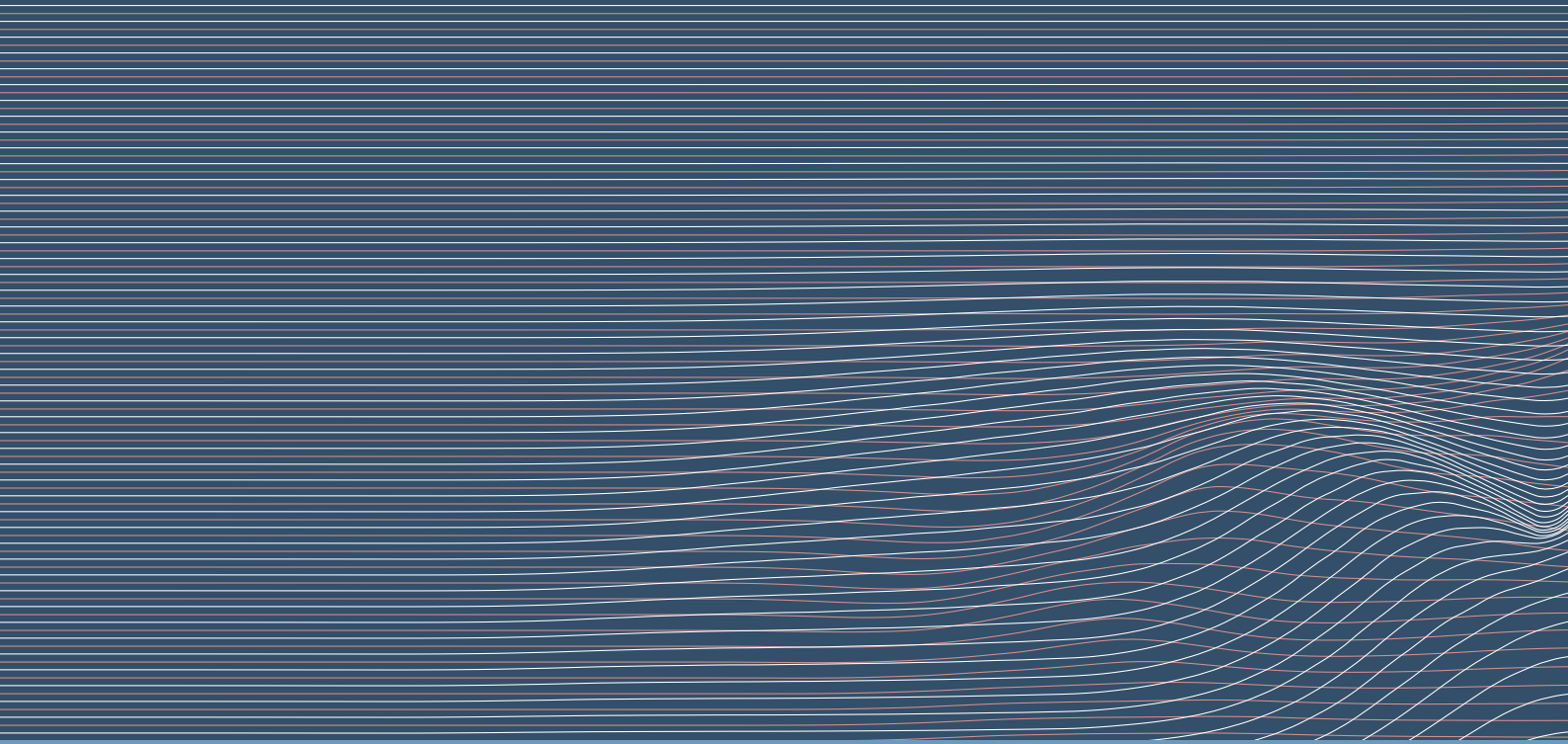
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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

Limitation de la responsabilité

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2023



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

