

---

# Signaux conjoncturels

Résultats des entretiens menés par la BNS  
avec les entreprises

## Quatrième trimestre 2017

Rapport des 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 décideurs économiques de  
toute la Suisse. Au total, 237 entretiens ont eu lieu avec des  
représentants d'entreprises entre mi-octobre et fin novembre.

### Régions

Genève  
Mittelland  
Suisse centrale  
Suisse du Nord-Ouest  
Suisse italienne  
Suisse orientale  
Vaud-Valais  
Zurich

### Délégués

Jean-Marc Falter  
Roland Scheurer  
Walter Näf  
Daniel Hanimann  
Fabio Bossi  
Urs Schönholzer  
Aline Chabloz  
Rita Kobel

## L'essentiel en bref

---

- Au quatrième trimestre, l'économie suisse affiche une croissance robuste, reposant sur une large assise. Les perspectives pour le premier semestre 2018 laissent présager une poursuite de la dynamique. C'est ce qu'indiquent les entretiens menés avec les chefs d'entreprises.
- Les chiffres d'affaires en termes réels ont de nouveau sensiblement augmenté par rapport au trimestre précédent et affichent une hausse marquée en comparaison annuelle.
- L'utilisation des capacités techniques de production des entreprises est quasi normale. Certaines branches se trouvent néanmoins toujours dans une situation inconfortable.
- En ce qui concerne les marges, la tendance à l'amélioration se poursuit, notamment dans l'industrie. Dans l'ensemble, elles demeurent néanmoins légèrement en deçà du niveau considéré comme habituel par les interlocuteurs. Les disparités entre les branches subsistent.
- Pour les six prochains mois, les représentants d'entreprises interrogés escomptent une hausse encore un peu plus soutenue des chiffres d'affaires réels, essentiellement en raison de la conjoncture internationale favorable et de l'affaiblissement du franc. Ils prévoient par conséquent d'accroître légèrement leurs investissements et leurs effectifs. La pénurie de personnel qualifié est un thème évoqué plus souvent qu'à l'accoutumée.
- Dans l'ensemble, les interlocuteurs se sont montrés plus détendus dans leur appréciation des risques. Outre les risques géopolitiques, les déséquilibres sur les marchés boursier et immobilier sont davantage mentionnés.

## SITUATION ACTUELLE

### Hausse toujours forte des chiffres d'affaires

Les résultats des entretiens menés avec les chefs d'entreprises indiquent une nouvelle accélération de la croissance économique suisse. Certaines entreprises observent une nette amélioration de la marche des affaires depuis le milieu de l'année. Comme au trimestre précédent, cette tendance est le plus manifeste dans l'industrie.

Les chiffres d'affaires en termes réels (c'est-à-dire corrigés de la variation des prix de vente) des entreprises ont affiché une croissance robuste par rapport au trimestre précédent (voir graphique 1; pour l'interprétation des graphiques, voir les informations figurant à la fin du rapport). Cette évolution est encore plus marquée par rapport au quatrième trimestre de l'année précédente. Les trois domaines d'activité – soit les services, l'industrie et la construction – ont contribué à parts égales à cette situation globale positive.

Dans les branches exportatrices, la marche des affaires est toujours bonne, voire meilleure. Les activités commerciales des fournisseurs de l'industrie automobile, du secteur médical et du secteur des télécommunications sont particulièrement prospères. Les ventes dans les pays d'Europe sont très satisfaisantes et géographiquement diversifiées. Selon les interlocuteurs, les Etats-Unis et les pays d'Asie jouent aussi un rôle moteur dans cette évolution. En revanche, les signaux venant de Russie sont disparates.

Aux exportations florissantes s'ajoute une légère amélioration des ventes en Suisse par rapport aux trimestres précédents.

Graphique 1

### CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE



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

### Utilisation normale des capacités de production

Le taux d'utilisation des capacités techniques de production des entreprises est désormais quasi normal. La tendance à une amélioration progressive s'était amorcée au second semestre 2016 (voir graphique 2).

La moitié des entreprises décrivent l'utilisation de leurs capacités comme normale. Les 50% restants se répartissent à peu près à égalité entre les entreprises indiquant une surutilisation et celles annonçant une sous-utilisation. Quelques entreprises ont augmenté le nombre de leurs équipes dans le cadre du travail posté afin de couvrir la demande accrue. Dans certains cas, il s'ensuit des soldes d'heures supplémentaires relativement élevés ou du travail le week-end, en plus de la durée de travail hebdomadaire normale.

### Effectifs adéquats

Les effectifs sont actuellement jugés conformes aux besoins dans chacun des trois domaines d'activité; dans quelques entreprises, on observe toutefois des signes d'un léger sous-effectif. Au cours de l'année 2016, en revanche, les interlocuteurs estimaient encore être plutôt en sureffectif.

Les difficultés de recrutement se sont accrues au quatrième trimestre, en particulier dans les services. Outre l'amélioration de la situation sur le marché du travail suisse, les interlocuteurs constatent également un recul des candidatures en provenance d'Allemagne, d'Autriche et d'Italie. Cela s'explique par le redressement de la conjoncture dans les pays limitrophes.

### Normalisation des marges

La tendance à la normalisation des marges, amorcée début 2016, se poursuit. Cette évolution est due en grande partie à l'accroissement des chiffres d'affaires et à des augmentations de prix devenues possibles depuis peu. Dans l'ensemble, les marges bénéficiaires sont certes

Graphique 2

### UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION



Utilisation des capacités techniques de production et de l'infrastructure par rapport au potentiel de production. Les valeurs positives indiquent une utilisation supérieure et les négatives, une utilisation inférieure au potentiel. Source: BNS.

toujours légèrement inférieures au niveau considéré comme normal par les interlocuteurs, mais l'appréciation globale a retrouvé le niveau enregistré avant la suppression du cours plancher. Néanmoins, la situation continue de varier fortement selon les domaines d'activité et les entreprises.

## **ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES**

---

Dans le commerce de gros, les chiffres d'affaires réels sont nettement supérieurs à ceux enregistrés tant le trimestre précédent qu'un an auparavant. Cette évolution est moins marquée dans le commerce de détail, des mutations structurelles telles que le glissement vers le commerce en ligne étant du reste toujours perceptibles. Le commerce de détail traditionnel est par conséquent confronté à un environnement difficile et à de fortes pressions sur les marges. L'érosion des prix semble toutefois avoir cessé au quatrième trimestre.

Dans le secteur financier, la marche des affaires est à nouveau positive en raison de la contribution des activités liées aux opérations de commissions, de négoce et d'intérêts. L'utilisation des infrastructures des banques (surfaces de bureaux et de vente ainsi que capacités informatiques) s'est améliorée. Néanmoins, les marges sont toujours inférieures au niveau considéré comme normal.

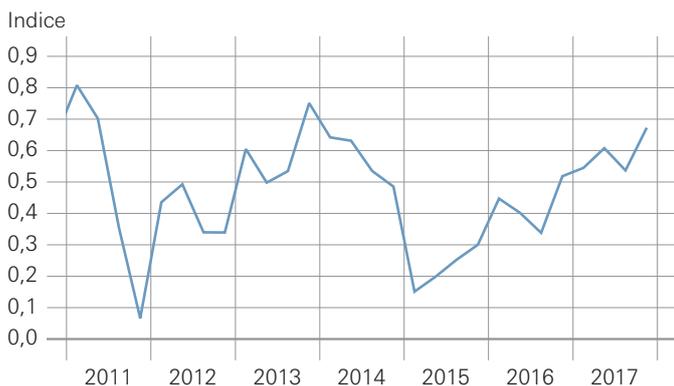
Dans l'hôtellerie et la restauration, la marche des affaires est majoritairement bonne depuis l'été. Plusieurs régions ont enregistré une hausse de la fréquentation touristique, due notamment à la clientèle asiatique, mais également américaine. La demande est considérablement stimulée par le fait que la Suisse est considérée comme une destination sûre. Les marges sont conformes au niveau habituel grâce aux réductions de coûts et aux augmentations de prix devenues en partie possibles.

Pour la grande majorité des entreprises des transports et de la logistique, la marche des affaires est favorable.

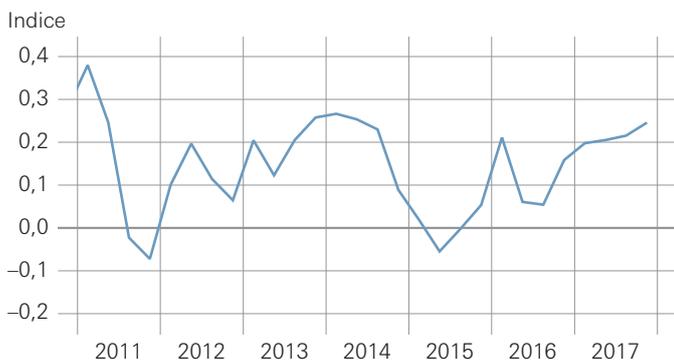
Il en va de même dans la branche des technologies de l'information et de la communication, qui continue à présenter une évolution positive en affichant des chiffres d'affaires nettement supérieurs à ceux enregistrés le trimestre précédent et un an auparavant. La numérisation, l'automatisation et la réglementation comptent parmi les moteurs de cette branche. Les marges restent cependant soumises à des pressions plutôt élevées.

Dans l'industrie, la quasi-totalité des branches a réalisé de plus grands chiffres d'affaires qu'au trimestre précédent. Le taux d'utilisation des capacités reste toutefois légèrement en-deçà des valeurs normales. Dans l'horlogerie et les entreprises de sous-traitance de celle-ci, les signes annonciateurs d'une amélioration notable se multiplient, mais les pressions sur les marges persistent. Dans l'imprimerie et l'industrie de l'emballage ainsi que dans la construction de machines, les marges sont également inférieures au niveau considéré comme habituel.

Dans la construction, la marche des affaires demeure dynamique, tant dans le secteur principal que dans le second œuvre. La construction de logements est le principal moteur. Les marges subissent néanmoins de vives pressions en raison de l'âpre concurrence. Dans le bâtiment, cette situation est souvent attribuée à la facilité des nouvelles entreprises à entrer sur le marché.

**CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE**

Evolution attendue des chiffres d'affaires, en termes réels, pour les six prochains mois. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.  
Source: BNS.

**UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION – ÉVOLUTION ATTENDUE**

Evolution attendue de l'utilisation des capacités techniques de production et de l'infrastructure pour les six prochains mois. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.  
Source: BNS.

**ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS**

Evolution attendue des effectifs pour les six prochains mois. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.  
Source: BNS.

**Large optimisme**

Les interlocuteurs sont particulièrement optimistes quant aux perspectives commerciales pour les six prochains mois. Ils s'attendent dans l'ensemble à une nouvelle augmentation des chiffres d'affaires en termes réels (voir graphique 3), liés aux services et à l'industrie. Cette appréciation s'explique par la conjoncture internationale favorable, par l'amélioration des conditions de change – l'appréciation de l'euro, notamment – et par les effets notables des mesures visant à accroître l'efficacité. De nombreuses entreprises affichent des carnets de commande particulièrement bien remplis pour 2018.

Cet optimisme se reflète également dans la légère hausse attendue de l'utilisation des capacités techniques de production et de l'infrastructure au cours des six prochains mois (voir graphique 4). De plus, la propension à investir, tant dans les biens d'équipements que dans les constructions, est plus forte que l'année précédente. Près d'un tiers des entreprises qui investissent dans les biens d'équipement élargissent dans le même temps leurs capacités de production.

Pour les six prochains mois, les interlocuteurs tablent sur une hausse des prix d'achat, mais aussi – pour la première fois depuis 2011 – des prix de vente. Cela tient notamment à l'augmentation du prix des matières premières et à l'affaiblissement du franc. Par ailleurs, les interlocuteurs parviennent à augmenter les prix de vente un peu plus facilement qu'à l'accoutumée.

**Accroissement modéré des effectifs en perspective**

La hausse de l'utilisation des capacités attendue et la légère pénurie de personnel signalée quelquefois se reflètent dans les plans d'embauche: les interlocuteurs envisagent d'accroître modérément les effectifs (voir graphique 5), notamment dans les services. Afin de pallier le manque de personnel, les emplois temporaires sont parfois transformés en emplois permanents. Dans quelques branches, telles que l'imprimerie, les entreprises envisagent de réduire leurs effectifs pour des raisons d'ordre structurel.

**Hausse des salaires**

Selon les indications résultant des entretiens, la progression de la masse salariale déjà connue, prévue pour 2018, s'élève en moyenne à 1,1%. Pour la première fois depuis longtemps, certaines entreprises entendent également accorder des augmentations généralisées.

## ENVIRONNEMENT ET RISQUES

Les entreprises estiment que leur environnement ne présente que relativement peu d'incertitudes. Les risques géopolitiques, les tendances protectionnistes et une certaine fragilité de la reprise économique mondiale comptent parmi les dangers potentiels évoqués. En ce qui concerne l'Europe, les interlocuteurs se sont montrés plus détendus, même si certains soulignent la persistance de problèmes structurels. Les conséquences du Brexit sont toujours difficiles à évaluer.

En Suisse, de nombreux interlocuteurs ressentent le grand nombre de réglementations comme un poids. Une pénurie croissante de main-d'œuvre qualifiée et une nouvelle appréciation du franc figurent parmi les autres risques latents mentionnés. De très nombreuses branches évoquent la numérisation, qui est perçue tantôt comme un risque, tantôt comme une chance. La cybercriminalité est citée ponctuellement comme étant une source de danger, surtout dans le secteur financier.

Un certain nombre d'interlocuteurs considèrent la persistance du bas niveau des taux d'intérêt comme étant problématique eu égard à la situation des institutions de prévoyance. Les répercussions sur le marché immobilier suscitent une inquiétude grandissante; des projets de grande envergure réalisés par des investisseurs institutionnels continuent en effet de voir le jour malgré la hausse du nombre de logements vacants. Les interlocuteurs sont de plus en plus nombreux à observer l'évolution des bourses avec scepticisme.

Si l'affaiblissement du franc face à l'euro intervenu l'été dernier est jugé «salutaire» par la plupart des entreprises, celles-ci font toujours preuve de prudence dans leur appréciation, car cette tendance ne sera suivie d'effets plus tangibles que si elle perdure.

### A propos des Signaux conjoncturels

#### Approche

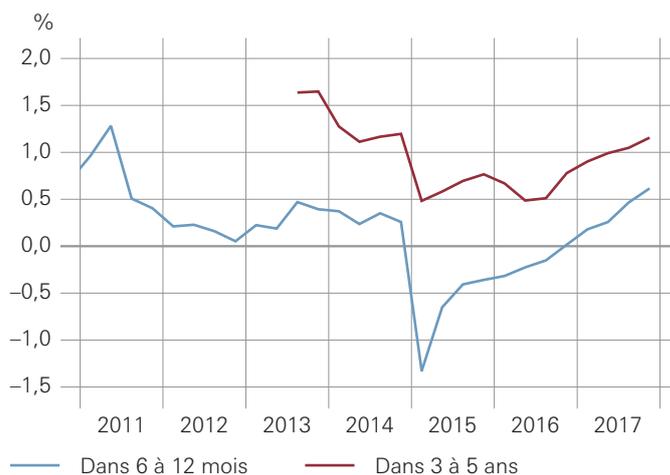
Les délégués de la BNS mènent des entretiens trimestriels avec des décideurs économiques de toute la Suisse. Les *Signaux conjoncturels* constituent un condensé des principaux résultats de ces entretiens.

Chaque trimestre, quelque 240 entreprises reçoivent ainsi la visite des délégués. Elles sont sélectionnées en fonction de la structure sectorielle de l'économie suisse telle qu'elle ressort du produit intérieur brut (PIB) et de la statistique de l'emploi. Les branches soumises à de fortes fluctuations conjoncturelles sont quelque peu surreprésentées. Par contre, le secteur public et l'agriculture ne sont pas pris en compte. La sélection des entreprises visitées change chaque trimestre.

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

Graphique 6

### INFLATION ATTENDUE



Source: BNS.

### ANTICIPATIONS D'INFLATION

Lors des échanges, les délégués interrogent régulièrement leurs interlocuteurs sur leurs anticipations d'inflation à court et à moyen terme – mesurée par l'indice des prix à la consommation – en tant que consommateurs.

La tendance haussière des anticipations d'inflation à court et à moyen terme, amorcée pendant l'année 2015, s'est poursuivie au quatrième trimestre 2017. Pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève désormais à 0,6% en moyenne, contre 0,5% au trimestre précédent (ligne bleue du graphique 6). Quant à l'inflation attendue pour le moyen terme – soit les trois à cinq prochaines années –, elle s'inscrit à 1,2%, contre 1% au trimestre précédent (ligne rouge du graphique).

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

#### Interprétation des graphiques

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

#### Informations complémentaires

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

---

## Remerciements

La Banque nationale remercie les quelque 900 entreprises pour la disponibilité dont elles ont fait preuve à l'occasion des entretiens menés avec les délégués aux relations avec l'économie régionale tout au long de l'année 2017. Elles ont ainsi apporté une contribution déterminante à l'examen de l'évolution de la conjoncture. Sont citées ci-après les entreprises qui ont accepté que leur nom soit publié:

---

### A

A. Boss & Co AG. Aare Energie AG. Aargauische Kantonalbank. ABB Schweiz AG. AbbVie AG. Abicht Gruppe AG. Accenture AG. Accuro. Acino. Adam Touring GmbH. adesso Schweiz AG. Aduno Holding AG. Aebi & Vincent Architekten SIA AG. AEK onyx Gruppe. Aerne Engineering AG. Aerni Gruppe. Aeschlimann AG, Décolletages. AEW Energie AG. AF-Consult Switzerland AG. Agility Logistics AG. AGZ Ziegeleien AG. AHG-Holding AG. Albinati Aeronautics SA. Albiro AG. Aligro-Demaurex & Cie SA. Alpex Pharma SA. Alpha Solutions AG. Alpinamed AG. amag. Amalthea Holding AG. Ameropa AG. AMI Immobiliare SA. Amici Caffè AG. Ammann Schweiz AG. amPuls Marktforschung AG. André Repond SA. Andrey Transports SA. Andritz Hydro AG. Anton Häfliger AG. Aptar Mezzovico SA. Arcolor AG. Aregger AG Bauunternehmung. Argor-Heraeus SA. Argus der Presse AG. Aricon-Küng Treuhand AG. Ascensia Diabetes Care Holding. Assos of Switzerland GmbH. Atos Consulting SA. Audemars Holding SA. Autogrill Schweiz AG. Autoneum Holding AG. AVS Systeme AG.

### B

Bachem Holding AG. Bahnhof AG. Bad Schinznach AG. Bad Seedamm AG. Balance Hotels. Baloise Bank SoBa AG. Baltensperger AG Hochbau Tiefbau Holzbau. Banca del Ceresio SA. Banca del Sempione. Banco Santander (Suisse) SA. Bandi SA. Bank CIC (Schweiz) AG. Bank Cler. Banque Bonhôte & Cie SA. Banque Cantonale de Fribourg. Banque Cantonale du Jura. Banque Cantonale du Valais. Banque Cantonale Neuchâteloise. Banque Cantonale Vaudoise. Banque Lombard Odier & Cie SA. Bär & Karrer AG. Barclays Bank (Suisse) SA. Basilea Pharmaceutica AG. Basler & Hofmann AG. Basler Kantonalbank. Basler Zeitung. Baugeschäft Bärlocher AG. Bauknecht AG. Baumann Federn AG. Bauwerk Parkett AG. Bayer. BDO AG. Beckman Coulter Eurocenter SA. Belloli SA. Belotti Ottica & Udito. Belvédère Hotels Scuol. Belweg AG Bern. Benteler Rothrist AG. Bergbahnen Beckenried-Emmetten AG. Berndorf Luzern AG. Berney Associés SA. Bertschi AG. Bettermann AG. Bewetec AG. Bezzola Denoth AG. BG Ingénieurs Conseils SA. Bianchi & Co SA. Bibus AG. BiCA AG. Biotronik AG. Biplast AG. Bischofszell Nahrungsmittel AG. Bison IT Services AG. Blanc & Cie SA. Blau-Weiss Autohandels AG. BLS AG. BMC Switzerland AG. BMW (Schweiz) AG. Bobst Group SA. Bohren Möbel AG. Boller Winkler AG/Schloss-

berg. Bosch Packaging Systems AG. Bosch Rexroth Schweiz AG. Boschung Holding SA. Bossard AG. Bossi e Bersani SA. Boulangerie Michellod SA. Boulangerie-Pâtisserie Wolfisberg SA. Boutique Hotel Villa Orselina. Brac Werke AG. brack.ch. Brandis Finanz Holding AG. Brauhaus Sternen AG. Brevan Howard Investment. Brolliet SA. Bruker BioSpin AG. BSB + Partner Ingenieure und Planer AG. Bucher Travel Inc. Bunge SA. Burckhardt of Switzerland AG. Bureau d'ingénieurs civils Daniel Willi SA. Burger Söhne AG.

### C

Café de Grancy Sàrl, Soulfood SA, Tricycle SA. Cafina AG. Caisse d'Épargne CEC SA. Calendaria AG. Camillo Vismara SA. Candrian Catering AG. Canoo Engineering AG. Capital Group. Caprez Ingenieure AG. Carlo Bernasconi AG. Carrosserie A. Wenger & Cie. Casinò Admiral SA. Casino du Lac Meyrin SA. Casinò Lugano SA. Casino Neuchâtel SA. Casram SA. Castello del Sole Ascona. Caterpillar Sàrl. CCHE Architecture et Design SA. Cebi Micromotors Switzerland SA. Cendres & Métaux SA. Censi & Ferrari SA. Chalet de Gruyères SA. Chaletbau Matti Holding AG. Chaussures Aeschbach SA. Chiquita Brands International Sàrl. Chocolats Camille Bloch SA. Christian Cavegn AG. Cilag AG. Ciolina AG. Cipag SA. Clinica Ars Medica. Coloral SA. Comet AG. Commerzbank Schweiz. Compass Group (Schweiz) AG. Confiserie Sprüngli AG. Congress Centre Kursaal Interlaken AG. Consitex SA. Contrinex SA. Coop. Cornèr Banca SA. Cornu & Cie SA. Coutaz SA. Creabéton Matériaux SA. Création Baumann AG. Credit Suisse AG. Cremo SA. Crevoisier SA. Cross Systems SA. CSC Impresa di costruzione SA. CSD Ingénieurs. CTC Analytics AG.

### D

Daniel Jenny & Co. Darest Informatique SA. Datamars SA. De Capitani Baugeschäft AG. De Martin AG Surface Technology. Debiopharm Group. Debrunner Acifer AG St. Gallen. DeLaval AG. Dell EMC. Delta Möbel AG. Deltacarb SA. Desinfesta AG. Detech SA. Deutsche Bank (Suisse) SA. DGS Druckguss Systeme AG. DHL Logistics (Schweiz) AG. Die Mobilier. Dietiker AG. Dietsche MontageProfis Holding AG. DIWISA Distillerie Willisau AG. dmb SA. Dorier SA. dormakaba Gruppe. Dreieck-Transfer Transport und Logistik AG. DSM Nutritional Products Ltd. Duferco SA. Dumont & Dupraz SA. Dupasquier & Cie SA. Dupin 1820. Dyconex AG.

## E

E. Kalt AG, Klima- und Energietechnik. E.M.S. Electro Medical Systems SA. EAO Group. Ebauches Micromécanique Precitrame SA. Eberhard Unternehmungen. ebi-pharm ag. EBL. Ecofin Holding AG. Edilcentro Wullschleger SA. EKT Holding AG. Elbau Küchen AG. Elektro Compagnoni AG. Element AG. Elesta GmbH. ElringKlinger Abschirmtechnik (Schweiz) AG. Emanuele Centonze Holding SA. Emch AG Bauunternehmung. Emch + Berger AG Bern. Emil Frey AG. Emile Egger & Cie SA. emmental versicherung. Emmi AG. EnAlpin AG. Energie Wasser Bern. Energie Zürichsee Linth AG. énergies sion région. Engelberger Druck AG. Entrecôte Fédérale & Brasserie Obstberg. Entreprise Belloni SA. Enz Technik AG. Erbas SA. Erbicol SA. ERI Bancaire SA. Ernst & Young AG. Ernst Frey AG. Esco SA. Essemtec AG. EuroAirport Basel, Mulhouse, Freiburg. Evatec AG. Eventmore SA. Expersoft Systems AG. Extramet AG.

## F

F. Hoffmann-La Roche AG. F. Murpf AG. F. Piemontesi SA. Fanscella SA. Fattorini Autotrasporti Sagl. Faude & Huguenin SA. Faulhaber Precistep SA. FC Basel 1893 AG. Feintool Technologie AG. Felco SA. Feldschlösschen Getränke AG. Felix Transport AG. Feller AG. fenaco Genossenschaft. Ferring Pharmaceuticals. Fert & Cie Voyages SA. FG Groupe SA. Fidinam Group Holding SA. Fiduciaire Fidag SA. Finnova AG. Firmenich SA. Fisch Asset Management AG. Fischer Connectors. Fischer Reinach AG. Fischer Spindle Group AG. Föllmi AG Bauunternehmung. Fondation Beyeler. Fraisa SA. Franzosini SA. Fratelli Roda SA. Freestar-Informatik AG. Fresenius Medical Care (Schweiz) AG. Fressnapf Schweiz AG. Frieden SA. Fritz Schiess AG. Fritz Studer AG. futura Ristoranti. FZSoNick SA.

## G

GAM Holding AG. Garaio AG. Garaventa AG. Garbani AG. Garzoni SA. Gasser Ceramic AG. GE Consumer & Industrial SA. Geberit AG. Gebrüder Renggli AG. Gebrüder Weiss AG. General Electric (Switzerland) GmbH. General Transport AG. Generali (Schweiz) Holding. Geneva Logistics Group SA. Geo Edil SA. Geoinfo Gruppe. Georg Haag AG. Georg Utz Holding AG. Georges Constantin SA. Gericke AG. Gérofinance-Dunand SA – Régie de la Couronne. Gfeller + Partner AG. GGZ Gartenbau Genossenschaft

Zürich. Ghelma AG. Giesserei Hegi AG. Gilli Garten AG. Gimmel Rouages SA. Gindraux Fenêtres SA. Ginsana SA. Giovanelli Fruchtimport AG. Givaudan SA. Glaeser Wogg AG. Glarner Kantonalbank. Globetrotter Travel Service AG. Globus Travel Services SA. Glutz AG. Goldbach Group AG. Google Switzerland GmbH. Gotthard Raststätte A2 Uri AG. GPA Guardian Protection SA. Grand Casino St. Gallen AG. Grand Hôtel Suisse Majestic. Grand Resort Bad Ragaz AG. Grange SA. Granol AG. Graubündner Kantonalbank. Gravag Erdgas AG. Gregor Furrer & Partner Holding AG. Group TrackNet. Groupe Ardentis. Groupe E Connect SA. Groupe JPF. Groupe Lathion. Groupe Mutuel. Groupe Orlati. Groupe Rhône Média. Groupe Sidin Hôtels. Groupe VO Energies. Grund AG Fahrzeuge. Grundfos Pumpen AG. Grünenfelder SA. Grünenwald AG. Gstaad Saanenland Tourismus. GTK Timek Group SA. Gustav Spiess AG. Gysi AG. Gysi AG Chocolatier Suisse.

## H

H + Gastro AG. H. Goessler AG. H. Wellauer AG. Haag-Streit Holding AG. Haecky Gruppe. Haeusler AG. Hans Christen AG. Hans Leutenegger SA. Häring & Co. AG. Haufe-umantis AG. Heiniger AG. Heinrich Kübler AG. Helvetia Versicherungen. Henri Harsch HH SA. Herzog Küchen AG. Herzog-Elmiger AG. Hevron SA. HID Global Switzerland SA. Hidrostal AG. Hirsch (Schweiz) AG. Hirslanden AG. Historika AG. Hodel & Partner AG. Holdigaz SA. Honex AG. Hostettler AG. Hotel Bad Horn AG. Hotel Belvoir Rüschtikon AG. Hotel Cascada AG. Hotel Castell. Hôtel de la Cigogne SA. Hôtel de la Paix. Hotel des Balances. Hotel Eden Roc. Hotel Eiger Mürren. Hotel Internazionale Bellinzona. Hotel Krone, Aarburg. Hôtel La Réserve Genève. Hotel Lenkerhof AG. Hotel Lido Seegarten. Hôtel Longemalle SA. Hotel Lugano Dante Center SA. Hôtel Président Wilson. Hotel Schweizerhof Grindelwald AG. Hotel Wartmann. Hotelplan Suisse MTCH SA. HP Schweiz GmbH. Huber & Co. AG. Huber Fenster AG. Hug AG. Hugelshofer Holding AG. Hugo Boss Ticino SA. Hunkeler AG Paper Processing. Hupac Intermodal SA. HYDRO Exploitation SA. Hydroplant AG. Hypothekbank Lenzburg.

## I

IBSA Institut Biochimique SA. IFEC Ingegneria SA. Ifest AG. Ilapak International SA. IM Maggia Engineering SA. IMTF. Induserv AG. Ineichen AG. Infomaniak Network SA. Intensiv SA. InterCheese AG.

Intersport Schweiz AG. Investas AG. Iseppi Frutta SA.  
ISS Schweiz AG. Itten + Brechbühl AG.

## J

J3C Holding SA. Jakob Müller Holding AG. Janico Holding AG. Jansen AG. Japan Tobacco International SA. Jaquet Technology Group. Jean Singer et Cie SA. Jehle AG. Jenny Science AG. Jermann Ingenieure und Geometer AG. JESA SA. Jetpharma SA. JL Services SA. Johnson & Johnson. Josef Gut AG. Joseph Baume SA. JP Morgan (Suisse) SA. Juggers Sécurité SA.

## K

K+D Gruppe. Kabelwerke Brugg AG Holding. Kablan AG. Kalkfabrik Netstal AG. Karger Publishers. Kasag Swiss AG. Kebo AG. Kestenhof Automobil AG. Keystone AG. Kindlimann AG. Knecht Brugg Holding AG. Koch AG. Konapharma AG. Kromer AG. KUK Electronic AG. Kunststoff-Packungen AG. Kuny AG. Kuoni Viaggi. KurierZentrale GmbH.

## L

La goccia SA. La Rapida SA. La Semeuse SA-Choco-Diffusion SA. Lamprecht Transport AG. Landis Bau AG. Landqart AG. Landquart Fashion Outlet. Lang Energie AG. Larag AG. Laube SA. Laubscher Präzision AG. Lauener et Cie SA. Lausanne Palace & SPA. LB (Swiss) Investment AG. Le Coultre SA. Leicom AG. Leister AG. Lekkerland (Schweiz) AG. Lenovo (Schweiz). Lenzerheide Bergbahnen AG. Leoni Studer AG. Lerch AG Bauunternehmung. Les Toises – Centre de psychiatrie et psychothérapie. Liaudet Pial SA. Liebherr Machines Bulle SA. Lifeware SA. Liip AG. Linnea SA. LK International AG. Locker Swiss Recycling AG. Loeb Holding AG. Logitech. Lombardi SA Ingegneri Consulenti. Lonza AG. Loomis Schweiz AG. L'Oréal Suisse SA. LumX Asset Management (Suisse) SA. Luzerner Kantonalbank. LV-St. Gallen. M. Opitz & Co AG.

## M

Mad Productions SA. Maerki Baumann & Co AG. Mägerle AG Maschinenfabrik. Magtrol SA. Maison V. Guimet Fils. MAN Diesel & Turbo Schweiz AG. Manor. Manpower SA. Manufactures d'outils Dumont SA. Maréchaux Holding AG. Marmobisa AG. Marquis AG. Mars Schweiz AG. Marti Bauunternehmung AG. Marvinpac SA. Mathys AG Bettlach. maxon motor AG. MB Barter & Trading SA. McDonald's Restaurants Sven Matthisson. Medacta International SA. Medipack AG. Meggitt SA. Mercedes Benz Automobil AG. Mercier SA. Mercuria Energy Trading SA. Metalem SA. Metallux SA. Metaltext SA. Metrohm AG. Metron AG. Meubles Descartes SA. Mibelle Group. Michelin Suisse SA. Micro-Sphere SA. Migros. Mikron SA. Mikron Tool SA Agno. mikrop ag. Mister Minit. MIT-Group. Möbel Pfister AG. mobilezone. Mobimo Holding AG. Mode Weber. Mondaine Watch Ltd. Monnat.ch SA. Montremo SA. Montres Corum Sàrl. Moser Schaffhausen AG. Mosterei Möhl AG. Motomix SA. MPM Facility

Services SA. Mubea Fabbrica Molle SA. Mubea Präzisionsstahlrohr AG. Mueller AG. Müller Beck AG. Müller Handels AG Schweiz.

## N

Nant de Drance SA. Natur- und Tierpark Goldau. Nestlé Suisse SA. Netcetera. Netstal-Maschinen AG. Nextthink. NGL Cleaning Technology. NH Akustik + Design AG. Nidwaldner Kantonalbank. Niederer Kraft & Frey AG. Nikon Schweiz. Noël Ruffieux & Fils SA. Norba SA. Notenstein La Roche Privatbank AG. Nova Werke AG. Novartis. Novo Business Consultants AG. Noyfil SA. NZZ Mediengruppe.

## O

O. Küttel AG. Obrist Bauunternehmung AG. Obwaldner Kantonalbank. OLZ & Partners. Omida AG. Omya. Onet (Suisse) SA. Opernhaus Zürich AG. Ortho-Team AG. Oryx Energies. Otis SA. Otto Fischer. Otto Keller AG.

## P

Paci SA. Page et Fils SA. Pallas Kliniken AG. Pamasol Willi Mäder AG. Panalpina AG. Panetarium AG. PanGas AG. Parkresort Rheinfelden Holding AG. Parmigiani Fleurier SA. Pastifil SA. Paul Bütiger AG. Pax. PaxVax Berna GmbH. PB Swiss Tools GmbH. pems. Perosa AG. Pestalozzi Gruppe. Pfeifferlé & Cie SA. Pfisterer Sefag AG. Pharmacie Populaire société coopérative. Piaget SA. Pibomulti SA, Emissa. Pietro Calderari SA. Piguet Galland & Cie SA. Pilatus-Bahnen AG. Pini Swiss Engineers SA. PKB Privatbank AG. PKZ Burger-Kehl & Co AG. Planzer Transport AG. Plastigum AG. Plumettaz SA. Pneu Egger AG. point vert Groupe SA. Poretti-Gaggini SA. PPG Industries Europe Sàrl. Precicast SA. Premec SA. Pricewaterhouse-Coopers AG. Privatbank IHAG. Proderma AG. Promena AG. Pronto AG. Prosegur SA. Provins.

## Q

Quickline Holding AG.

## R

R. Nussbaum AG. Raboud Group. Radisson Blu. Raiffeisen. Rapelli SA. RATP Dev Suisse SA. Regazzi Holding SA. Regena AG. Régence Production SA. Regine Switzerland SA. Regionalverkehr Bern-Solothurn AG. Rego-Fix AG. Reichle & De-Massari AG. Reiden Technik AG. Reka Schweizer Reisekasse. Reka AG. Remaco Holding AG. Remimag Gastronomie AG. Renault Suisse SA. Retraites Populaires. Rezidor Hotel Group Schweiz. Rhätische Bahn AG. Rhenus Alpina AG. Richard Mille. Riedo clima AG. Rieter Holding AG. Ringele AG. Ristoranti Fred Feldpausch SA. Rittmeyer AG. RLC Architekten AG. RobecoSAM AG. Roduit SA. Roland Berger AG. Romag aquacare AG. Ronda AG. Roth Gerüste AG. Rotho Kunststoff AG. Rotzinger AG. Ruch Metallbau AG. Ruckstuhlgaragen Zürich. RWB Groupe SA. Rychiger AG.

**S**

SA di Gestione Shopping Center Morbio Inferiore. Sabag Holding AG. Sägerei Trachsel AG. Sajet SA. Samvaz SA. Sandro Vanini SA. Sanitas Troesch AG, St. Gallen. Santex Rimar AG. säntis packaging ag. SAP (Schweiz) AG. Saviva AG. Savoy SA. Schaeppi Grundstücke Verwaltungen KG. Schibli Holding AG. Schifffahrtsgesellschaft des Vierwaldstättersees AG. Schilliger Holz AG. Schindler Aufzüge AG. Schindler Elettronica SA. Schlagenhaut Gruppe. Schleuniger AG. Schoeller Textil AG. Schöpfer Gastronomie AG. Schöttli AG. Schulthess Maschinen AG. Schweizer Electronic AG. Schwendimann AG Abfallentsorgung + Transporte. Schwob AG. Schwyzer Kantonalbank. Scott Sports SA. Scout24 Schweiz AG. Sécheron SA. Seehotel Hermitage Luzern. Seehotel Waldstätterhof AG. Sefar Holding AG. Seiler Hotels Zermatt AG. Selmoni Gruppe. Serbeco SA. Serfre' SA. Seven Group. SFS Group AG. Shell (Switzerland) AG. Sheraton Zürich Hotel. sia Abrasives Industries AG. Sicas SA. Silhouette Wellness SA. Sisag AG. Sistag AG. Sitzplatz Schweiz AG. Skynight SA. SkyWork Airlines AG. Smart Gorla Services SA. SNP Société Neuchâtoise de Presse SA. Socar Trading SA. Société du Casino de Crans-Montana SA. Société électrique intercommunale de la Côte. Société Privée de Gérance SA. Solo Swiss SA. Solvias AG. Sonceboz SA. Sonova Holding AG. Soprod SA. Sotax AG. Spar- und Leihkasse Frutigen AG. sparkasse schwyz ag. Splash & Spa Tamaro SA. Spühl GmbH. Square Danses SA. SRS Swiss Recycling Services SA. St. Galler Kantonalbank. Stade de Suisse Wankdorf Nationalstadion AG. Stahl Gerlafingen AG. Stahlton Bauteile AG. Stettler Holding SA. Stirnimann AG, Baumaschinen. STMicroelectronics SA. Stöckli Metall AG. Stöcklin Logistik AG. Stoppani AG. Straumann Group. Straumann-Hipp AG. Studio d'ingegneria Visani Rusconi Telleri SA. Studio Ingegneria Sciarini SA. Stutz Holding AG. Sucafina SA. Suisselearn Media AG. Sunrise Communications AG. Sushizen SA. Suter Viandes SA & Boucherie du Palais. Suteria Chocolata AG. Sutter Ingenieur- und Planungsbüro AG. SV (Schweiz) AG. Swagelok AG. Swan Analytische Instrumente AG. Swatch Group SA. Swiss Capital Alternative Investments AG. Swiss Helicopter Group AG. Swiss Life Schweiz. Swiss Risk & Care. Swisscom AG. Swissgrid AG. Swisslog Holding AG. swisstulle AG. Switel SA. Syngenta AG.

**T**

T.E.A.M. Television Event And Media Marketing AG. T+R AG. TAG Aviation SA. TAG Heuer. Taiana SA. Talan SA. talsee AG. Talus Informatik AG. TE Connectivity Solutions GmbH. Teca-Print AG. Tech Insta SA. Techniques-Laser SA. Tefag Elektronik AG. Tekka Digital SA. Teleclub AG. Télé-Restaurant SA. TEM AG. Tenconi SA. TESA SA. Texaid Textilverwertungs-AG. Thales Suisse SA. Thommen Gastronomie AG. Thommen Gruppe. tibits ag. Titoni AG. TNT Swiss Post AG. Tomy Transporte GmbH. Tool-Temp AG. Tornos SA. Totsa Total Oil Trading SA. Trafag AG. Trafigura Holding GmbH. Trauffer AG. Travys SA. Treier AG. Treuhand- und

Revisionsgesellschaft Mattig-Suter und Partner. Trisa AG. Trümpi AG. Trunz Holding AG. Truvag Treuhand AG. Tschümperlin & Co AG. Tuchs Schmid AG. TUI Suisse. Tyco Integrated Fire & Security (Schweiz) AG.

**U**

UBS AG. UCB Farchim SA. Ulrich Imboden AG. Ulysse Nardin SA. Unione Farmaceutica Distribuzione SA. Unisto AG. Unitechnologies AG. Urner Kantonalbank. Usines Métallurgiques de Vallorbe SA. Uster Technologies AG.

**V**

Vacheron Constantin SA. Valcambi SA. Vale International SA. Valora Holding AG. Variosystems AG. Vaudoise Assurances Holding SA. VBG Verkehrsbetriebe Glattal AG. Verlag Finanz und Wirtschaft AG. Veronelli SA. Veuthey & Cie SA. VF International Sagl. VICI AG International. Vignal CEA SA. Visilab SA. Vogt AG Lostorf. Vogt-Schild Druck AG. Voigt AG. Volkshaus Basel. Volvo Car Switzerland AG. von Bergen SA. Vonplon Strassenbau AG. VonRoll casting AG. VP Bank (Schweiz) AG.

**W**

W. Gassmann AG. Wagner AG. Walo Bertschinger. Wander AG. weba Weberei Appenzell AG. Weber AG Stahl- und Handwerkerzentrum. Weinmann-Energies SA. Wild & Küpfer AG. Wirz AG Bauunternehmung. Wirz Gruppe. WMC IT Solutions AG. WR Weberei Russikon AG. WWZ AG.

**Y**

Y & R Group Switzerland AG.

**Z**

Zambon Svizzera SA. Ziegelei Schumacher AG. Züger Frischkäse AG. Zuger Kantonalbank. Zühlke. Zünd Systemtechnik AG. Zürcher Kantonalbank. Zürcher Kunstgesellschaft. Zürcher Landbank AG. Zürcher Oberland Medien AG. Zurich Suisse. Zweifel Pomy-Chips AG.

**1**

1875 Finance SA.

**II**

II-VI Laser Enterprise GmbH.

### Editeur

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

### Conception

Interbrand AG, Zurich

### Composition et impression

Neidhart + Schön Group AG, Zurich

### Version imprimée

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

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



### Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

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

### Internet

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

### Droits d'auteur/copyright ©

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

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

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

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

### Limitation de la responsabilité

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2017