



---

Bulletin trimestriel  
4/2017 Décembre

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





---

Bulletin trimestriel  
4/2017 Décembre

35<sup>e</sup> année



---

# Table des matières

	Page
<b>Rapport sur la politique monétaire</b>	<b>4</b>
1 Décision de politique monétaire du 15 décembre 2017	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	19
5 Evolution monétaire	21
<b>Signaux conjoncturels</b>	<b>28</b>
Remerciements	34
<b>Chronique monétaire</b>	<b>38</b>

---

# Rapport sur la politique monétaire

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

Le rapport décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 14 décembre 2017) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 14 décembre 2017. Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

# 1

## Décision de politique monétaire du 14 décembre 2017

### La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste

La Banque nationale suisse (BNS) maintient le cap expansionniste de sa politique monétaire. Elle vise ainsi à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique. Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS reste fixé à  $-0,75\%$ . La BNS laisse également inchangée la marge de fluctuation du Libor à trois mois, qui demeure comprise entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . Elle continue d'intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

Depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire, le franc suisse s'est de nouveau affaibli vis-à-vis de l'euro, et dernièrement aussi face au dollar des Etats-Unis. Sa surévaluation s'est par conséquent encore atténuée, mais le franc s'inscrit toujours à un niveau élevé. L'affaiblissement du franc reflète le fait que les valeurs refuges sont actuellement moins recherchées. Ce développement demeure toutefois fragile. C'est pourquoi le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes restent nécessaires malgré la détente observée. Ces mesures maintiennent à bas niveau l'attrait des placements en

francs et réduisent ainsi les pressions exercées sur cette monnaie. Une nouvelle appréciation du franc menacerait toujours l'évolution des prix et de la conjoncture.

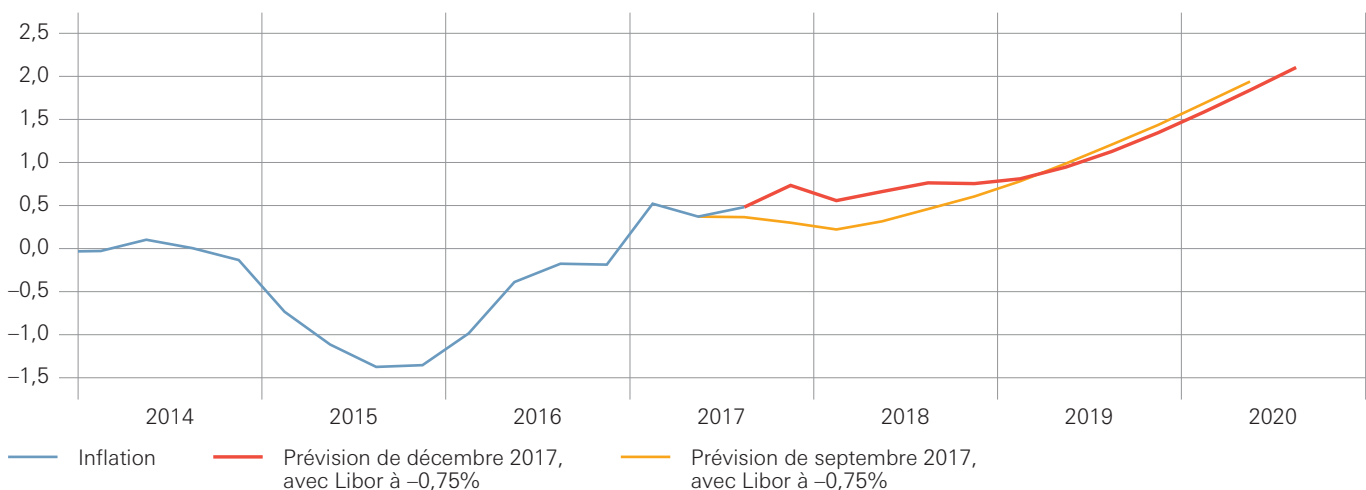
La prévision d'inflation conditionnelle pour les prochains trimestres a été revue à la hausse par rapport à celle de septembre, ce qui est dû avant tout à l'augmentation des prix du pétrole et au nouvel affaiblissement du franc. A plus long terme, la prévision d'inflation conditionnelle est quasiment inchangée. Pour 2017, elle est légèrement plus élevée et passe à  $0,5\%$ , au lieu de  $0,4\%$  au trimestre précédent. Pour 2018, la BNS s'attend à un taux d'inflation de  $0,7\%$ , contre  $0,4\%$  dans la prévision de septembre. Pour 2019, la BNS continue de tabler sur  $1,1\%$ . La prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à  $-0,75\%$  pendant les trois prochaines années.

L'environnement international s'est encore amélioré durant les derniers mois. Au troisième trimestre, l'économie mondiale a connu une progression robuste sur un large front. La BNS s'attend à ce qu'elle continue d'évoluer favorablement au cours des prochains trimestres. Par rapport au précédent scénario de base, les prévisions de croissance pour la zone euro et les Etats-Unis ont été quelque peu revues à la hausse. Alors que les Etats-Unis poursuivent graduellement la normalisation de la politique monétaire, cette dernière demeure très expansionniste dans la zone euro et au Japon. En Suisse, le produit intérieur brut (PIB) a enregistré une croissance de  $2,5\%$  au troisième trimestre, en termes annualisés. Cette croissance a été soutenue principalement par l'industrie manufacturière, qui a bénéficié du dynamisme conjoncturel à l'étranger et de la dépréciation du franc. Dans ce contexte, l'utilisation des capacités de production a augmenté dans l'ensemble de l'économie. Jusqu'en novembre, le taux de chômage a également affiché un léger recul.

Graphique 1.1

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 2017

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



Grâce à l'environnement international porteur et aux conditions monétaires favorables, la reprise de l'économie suisse devrait se poursuivre dans les mois à venir. La BNS table sur une croissance du PIB de 1% pour l'année en cours et d'environ 2% en 2018.

Les déséquilibres subsistent sur les marchés hypothécaire et immobilier. Alors que la croissance des prêts hypothécaires est restée relativement faible en 2017, les prix de l'immobilier résidentiel ont de nouveau enregistré une légère hausse. Dans le segment des objets résidentiels

de rendement, la forte progression des prix s'est poursuivie. La BNS continue d'observer attentivement les développements sur ces marchés et examine régulièrement s'il y a lieu d'adapter le volant anticyclique de fonds propres.

### Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

Pour remplir cette mission, la BNS a développé une stratégie de politique monétaire comportant trois éléments. Premièrement, la BNS entend par stabilité des prix une hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%. Ainsi, elle prend en considération le fait que le renchérissement est en réalité légèrement inférieur à ce qui ressort de l'IPC.

En outre, elle estime que le renchérissement doit pouvoir fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel. Deuxièmement, la BNS résume chaque trimestre, sous la forme d'une prévision d'inflation, son appréciation de la situation et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt à court terme constant, montre l'évolution de l'IPC que la BNS attend pour les trois prochaines années. Troisièmement, la BNS fixe un objectif opérationnel sous forme d'une marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois pour le franc

Tableau 1.1

### INFLATION OBSERVÉE, DÉCEMBRE 2017

	2014				2015				2016				2017				2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Inflation	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-1,1	-1,4	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,5	0,4	0,5		0,0	-1,1	-0,4

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 2017

	2017				2018				2019				2020				2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prévision de septembre 2017, avec Libor à -0,75%			0,4	0,3	0,2	0,3	0,5	0,6	0,8	1,0	1,2	1,4	1,7	1,9		0,4	0,4	1,1	
Prévision de décembre 2017, avec Libor à -0,75%			0,7	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	1,1	1,3	1,6	1,8	2,1	0,5	0,7	1,1	



## 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

L'environnement international a continué de s'améliorer durant les derniers mois. Au troisième trimestre, l'économie mondiale a connu une forte expansion sur un large front. Le commerce international, notamment, est resté dynamique (voir graphique 2.1). Les investissements ont continué de se redresser en raison d'une utilisation accrue des capacités de production et du regain de confiance des entreprises. L'évolution de l'emploi est demeurée positive, contribuant ainsi au bon climat de consommation. Le renchérissement a eu tendance ces derniers mois à se stabiliser dans la plupart des pays industrialisés.

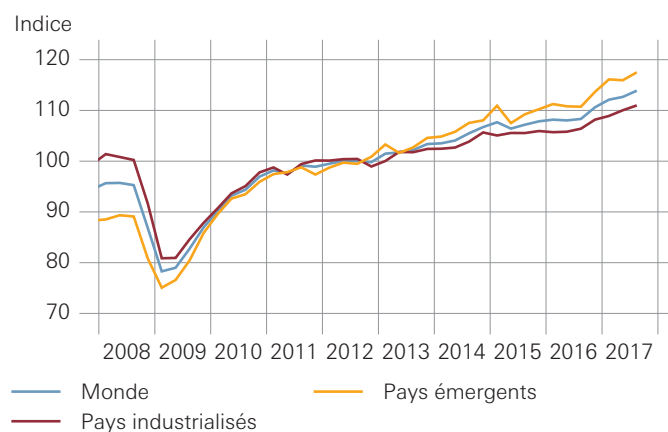
Les indicateurs conjoncturels sont encourageants pour les mois à venir. La BNS estime que le développement favorable de l'économie mondiale se poursuivra. Elle a même légèrement revu à la hausse ses prévisions concernant la zone euro et les Etats-Unis.

C'est aux Etats-Unis que la reprise économique et le retour de l'inflation à un niveau proche des valeurs visées sont les plus avancés. Cela a amené la Réserve fédérale (Fed) à relever ses taux à plusieurs reprises cette année et à engager la réduction de son bilan. La Fed prévoit de continuer à normaliser progressivement sa politique monétaire. La Banque centrale européenne (BCE) entend en revanche prolonger ses achats de titres au moins jusqu'en septembre 2018 et laisser ses taux directeurs inchangés au delà de cette échéance. Il est probable que le

Graphique 2.1

### EXPORTATIONS MONDIALES

Moyenne de la période considérée = 100



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

Japon poursuive lui aussi sa politique monétaire très expansionniste.

Des risques pèsent sur le scénario de base pour l'économie mondiale. Compte tenu de la nette amélioration du climat de consommation et du climat des affaires, la croissance pourrait, à court terme, se révéler plus forte que présumé dans le scénario de base. A moyen terme cependant, les risques pesant sur l'économie mondiale restent plutôt orientés à la baisse. Ils concernent des développements

Tableau 2.1

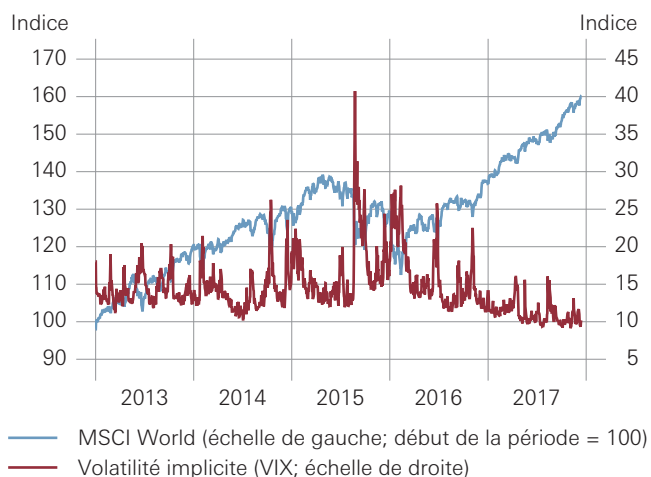
### SCÉNARIO DE BASE POUR L'ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

	2013	2014	2015	2016	Scénario	
					2017	2018
<b>PIB, variation en % par rapport à l'année précédente</b>						
Economie mondiale <sup>1</sup>	3,3	3,6	3,5	3,3	3,8	3,9
Etats-Unis	1,7	2,6	2,9	1,5	2,2	2,4
Zone euro	-0,2	1,3	2,1	1,8	2,3	2,1
Japon	2,0	0,3	1,4	0,9	1,8	1,1
<b>Prix du baril de pétrole en USD</b>	108,7	99,0	52,5	43,8	54,1	61,0

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

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

**MARCHÉS DES ACTIONS**

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

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

Titres d'Etat à 10 ans

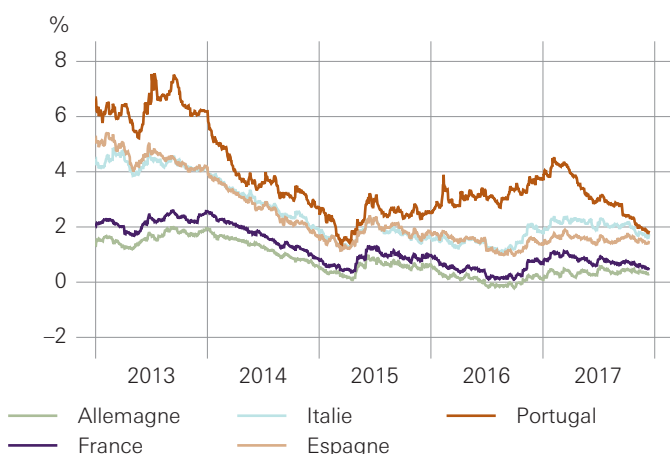


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

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

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

politiques dans certains pays ainsi que d'éventuelles tensions sur le plan international. Par ailleurs, des défis liés à la normalisation des politiques monétaires se posent aux pays industrialisés. Une augmentation abrupte des taux, actuellement très bas, sur le marché des capitaux ainsi que des primes de risque pourrait avoir un impact négatif sur la conjoncture internationale.

Pour établir ses prévisions relatives à l'économie mondiale, la Banque nationale se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole et celui de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 61 dollars des Etats-Unis le baril de Brent, soit 11 dollars de plus que dans le scénario de base du mois de septembre (voir tableau 2.1), et d'un cours de 1,17 dollar pour 1 euro, contre 1,16 dollar en septembre. Ces deux données correspondent, au moment de l'établissement du présent scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

**MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES**

Soutenus par la solide conjoncture mondiale et le développement robuste des bénéfices des entreprises, les marchés internationaux des actions ont évolué positivement depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mi-septembre. L'indice mondial MSCI a atteint un nouveau sommet, tout comme l'indice S&P 500 aux Etats-Unis et temporairement aussi le DAX allemand. De plus, la volatilité des actions américaines (VIX), qui est calculée d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés, est tombée début novembre à son plus bas niveau depuis l'introduction de cet indice en 1990 (voir graphique 2.2).

Les rendements des obligations d'Etat à long terme ont évolué de manière hétérogène dans les pays industrialisés. Ils ont légèrement reculé dans plusieurs pays membres de la zone euro après la décision de la BCE de poursuivre son programme d'achat de titres jusqu'en septembre 2018. En revanche, les rendements aux Etats-Unis ont quelque peu augmenté grâce à la réforme fiscale attendue et aux données conjoncturelles favorables. Au Japon, les rendements des obligations d'Etat à dix ans sont demeurés proches de la valeur cible de 0% fixée par la banque centrale (voir graphiques 2.3 et 2.4).

Le dollar des Etats-Unis a eu tendance à se renforcer en termes pondérés par le commerce extérieur, après avoir constamment perdu de sa valeur depuis le début de l'année. La livre sterling s'est également redressée à la suite d'un resserrement de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre. L'euro et le yen ont eu tendance à rester stables (voir graphique 2.5).

Les prix des matières premières ont poursuivi leur progression amorcée en milieu d'année. La diminution des stocks et la limitation de la production convenue entre les principaux pays producteurs de pétrole ont contribué à une nouvelle hausse du prix de l'or noir. Mi-décembre, le baril

de Brent affichait, pour la première fois depuis plus de deux ans, un prix légèrement supérieur à 60 dollars des Etats-Unis. Dans l'ensemble, les prix des métaux industriels ont augmenté depuis le milieu de l'année, quand bien même ils ont de nouveau légèrement reculé depuis mi-novembre (voir graphique 2.6).

## ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a crû de 3,3% au troisième trimestre 2017, soit à peu près au même rythme qu'au trimestre précédent (voir graphique 2.7). La consommation privée et les investissements en biens d'équipement ont de nouveau fortement progressé, alors que les investissements en constructions ont une fois encore légèrement fléchi. La croissance s'est accélérée depuis le début de l'année, même si les cyclones en août et en septembre ont affecté quelque peu l'activité et l'emploi. La création d'emplois a encore augmenté ces derniers mois, et le chômage est descendu à 4,1% en novembre (voir graphique 2.10).

Les perspectives conjoncturelles des Etats-Unis se sont légèrement améliorées depuis l'examen de la situation économique et monétaire de septembre. L'activité intérieure reste dynamique. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a ainsi continué sa progression ces derniers mois, et la production industrielle avait largement surmonté, en octobre, les conséquences des cyclones. La reconstruction donnera une impulsion supplémentaire à la croissance au cours des prochains mois. Les conditions de financement favorables et les allègements fiscaux prévus pour 2018 devraient stimuler la consommation privée et les investissements des entreprises dans les années à venir. Compte tenu du renforcement de la dynamique conjoncturelle, la BNS a légèrement revu à la hausse ses prévisions pour le PIB, les portant à 2,2% pour 2017 et à 2,4% pour 2018 (voir tableau 2.1). Les perspectives à moyen terme demeurent toutefois incertaines, car plusieurs pans de la future politique économique restent à définir.

Ces derniers mois, le renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a quelque peu augmenté en raison des prix de l'énergie plus élevés et s'est établi à 2,2% en novembre (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente n'a guère changé, s'inscrivant à 1,7% (voir graphique 2.12). Privilégié par la Fed en tant qu'indice des prix, le déflateur sous-jacent de la consommation privée a progressé modérément en octobre. Le renchérissement reste inférieur à la valeur cible fixée par la Fed, mais il devrait croître graduellement. En octobre, la Fed a commencé à réduire son bilan et, en décembre, elle a relevé la marge de fluctuation de son taux directeur pour la porter à 1,25%–1,50%. Elle prévoit toujours de normaliser peu à peu sa politique monétaire (voir graphique 2.13).

Graphique 2.5

## COURS DE CHANGE

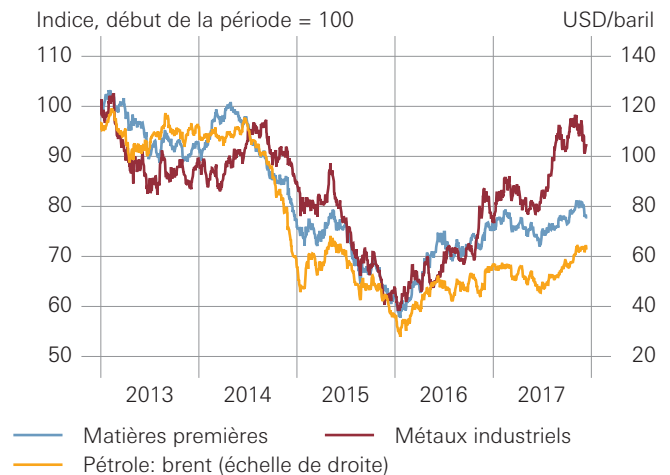
Pondérés par le commerce extérieur; début de la période = 100



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.6

## PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

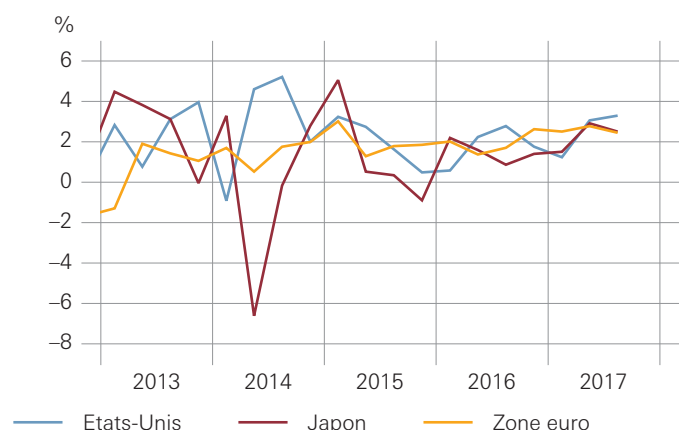


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

## PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

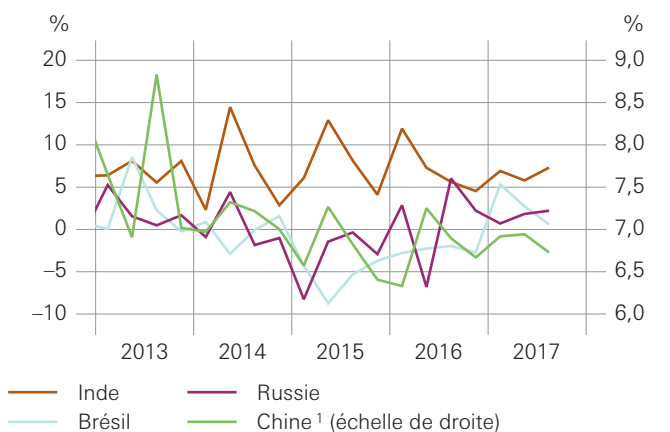
Variation par rapport à la période précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

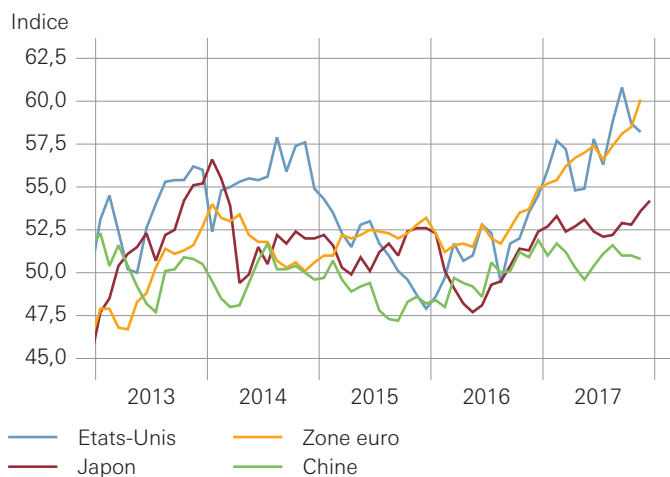
**PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS**

Variation par rapport à la période précédente

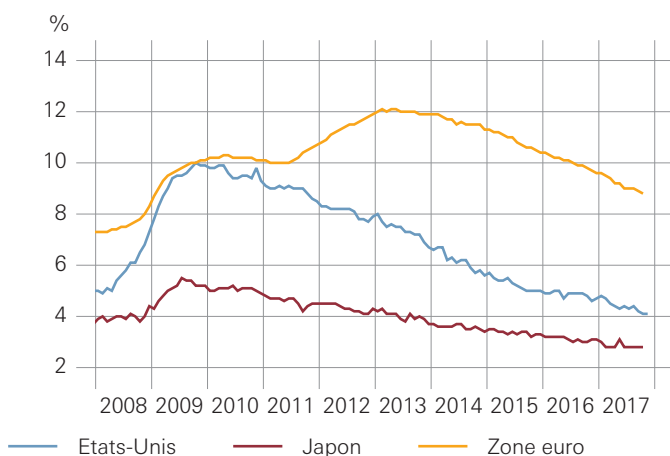


1 Estimation BNS.

Source: Thomson Reuters Datastream.

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

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

**TAUX DE CHÔMAGE**

Source: Thomson Reuters Datastream.

**ZONE EURO**

La reprise conjoncturelle se poursuit dans la zone euro. Au troisième trimestre, le PIB a enregistré une hausse de 2,4% qui repose sur une large assise. La croissance a été sensiblement supérieure au potentiel en Allemagne, en Italie et en Espagne. Les investissements et les exportations ont continué d'augmenter vigoureusement. La création d'emplois s'est poursuivie, et le chômage a encore reculé (voir graphique 2.10).

Les perspectives conjoncturelles sont globalement favorables. Le moral des entreprises industrielles et des ménages est exceptionnellement bon. D'après plusieurs enquêtes, les entreprises envisagent de développer encore leurs investissements, éventuellement aussi dans le but d'étendre leurs capacités de production en raison d'une utilisation croissante. Soutenue par des conditions de financement avantageuses et par une détente sur le marché du travail, la demande intérieure devrait donc rester vigoureuse. Les perspectives conjoncturelles continuent cependant de s'accompagner de risques, au nombre desquels figurent des incertitudes politiques telles que les futures relations entre l'UE et le Royaume-Uni ou les élections en Italie qui se tiendront d'ici mai 2018. Compte tenu de la dynamique conjoncturelle favorable, la BNS a de nouveau revu à la hausse ses prévisions de croissance pour la zone euro. Elle table dorénavant sur une progression du PIB de 2,3% en 2017, soit la plus forte expansion des dix dernières années, et de 2,1% en 2018.

La hausse des prix à la consommation a eu tendance à rester stable ces derniers mois et s'établissait à 1,5% en novembre (voir graphique 2.11). En revanche, l'inflation sous-jacente a fléchi, principalement en raison des prix des services, et s'est inscrite à un niveau légèrement inférieur à 1% (voir graphique 2.12). Les anticipations d'inflation à moyen terme calculées à l'aide d'indicateurs des marchés financiers ont quelque peu augmenté, mais sont demeurées en deçà de l'objectif d'inflation d'un peu moins de 2% fixé par la BCE. Malgré le redressement du marché du travail, la croissance des salaires est restée modérée dans la zone euro.

La BCE a décidé fin octobre de poursuivre ses achats de titres au moins jusqu'en septembre 2018 et de maintenir ses taux directeurs inchangés pendant une période prolongée. Elle entend toutefois réduire leur montant mensuel dès janvier 2018 pour le porter à 30 milliards d'euros, contre 60 milliards auparavant. De plus, la BCE continuera au moins jusqu'à fin 2019 à mettre à la disposition des banques des liquidités en quantité illimitée dans le cadre de ses opérations régulières de refinancement.

**JAPON**

Au Japon, le PIB affiche depuis près de deux ans une croissance supérieure à son potentiel. Au troisième trimestre, il a progressé de 2,5%, reflétant principalement la contribution importante du commerce extérieur (voir

graphique 2.7). La demande a cependant fortement fluctué au cours des derniers trimestres. Depuis le début de l'année, le PIB a marqué une hausse de 2,3% en moyenne, imputable notamment à l'augmentation considérable des exportations, des investissements des entreprises et des investissements publics. La conjoncture a encore gagné en vigueur par rapport à l'année précédente. Les capacités de production sont bien utilisées, et le taux de chômage, qui s'inscrit à 2,8%, n'a jamais été aussi faible depuis le milieu des années 1990.

La conjoncture globalement favorable dans l'industrie continuera vraisemblablement de soutenir l'économie japonaise. Les investissements des entreprises devraient encore s'accélérer grâce à l'évolution robuste des bénéficiaires, aux conditions de financement très favorables et à l'amélioration générale du moral des consommateurs et des sociétés. En revanche, les impulsions découlant du train de mesures conjoncturelles décidé à l'été 2016 devraient progressivement s'estomper. Du fait de révisions de données, les prévisions de croissance du PIB pour 2017 augmentent pour s'inscrire à 1,8%, ce qui constituerait la plus forte progression depuis 2013. Le PIB devrait dépasser son potentiel en 2018 également (voir tableau 2.1).

Le rythme du renchérissement s'améliore peu à peu. L'indice des prix à la consommation, hors prix des denrées alimentaires et de l'énergie, a quelque peu augmenté ces derniers mois pour retrouver en novembre son niveau d'il y a un an (voir graphique 2.12). La moyenne tronquée calculée par la banque centrale du Japon, qui exclut les produits dont les prix ont enregistré les plus fortes variations à la hausse et à la baisse, a sensiblement crû depuis le début de l'année, s'inscrivant à 0,5%. Le renchérissement de l'énergie a lui aussi progressé. En raison d'un effet de base lié aux prix des denrées alimentaires fraîches, le renchérissement total a cependant fléchi en octobre et s'est établi à 0,2% (voir graphique 2.11). L'inflation devrait repartir à la hausse dans les prochains mois en raison de l'utilisation croissante des capacités de production dans toute l'économie ainsi que sous l'influence du prix du pétrole plus élevé et du yen plus faible. Calculées à partir d'enquêtes menées auprès des entreprises, les anticipations d'inflation à plus long terme ont été relativement stables et sont restées nettement inférieures à l'objectif d'inflation de 2% fixé par la banque centrale du Japon. Dans ce contexte, cette dernière entend maintenir sa politique monétaire expansionniste.

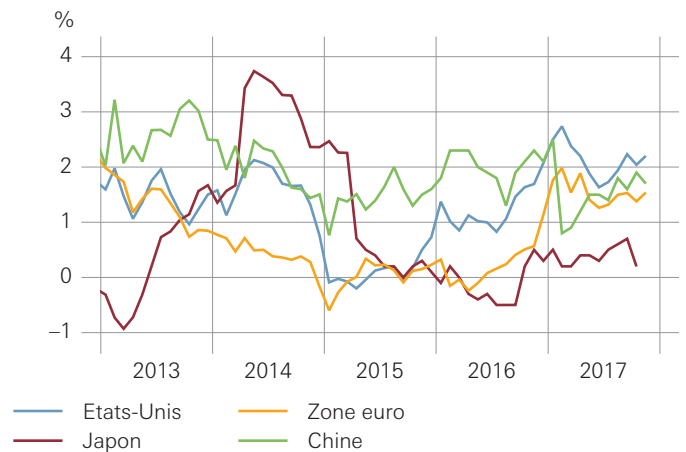
## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

En Chine, le PIB a de nouveau affiché une forte croissance, qui s'est inscrite à 6,7% au troisième trimestre (voir graphique 2.8). La construction et l'activité industrielle ont certes un peu perdu de leur vigueur, mais la création de valeur dans le secteur tertiaire a encore progressé à un rythme soutenu et bénéficiait d'une large assise. En Inde, le PIB a progressé de 7,3%, soit conformément à son potentiel. En Russie et au Brésil, les signaux d'une reprise ont continué de s'affermir.

Graphique 2.11

### PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente

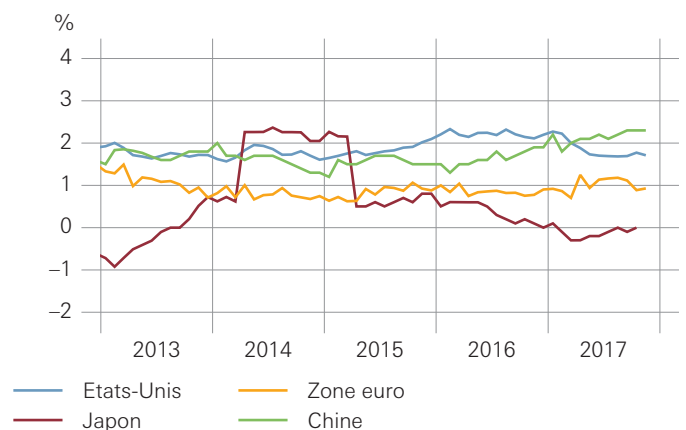


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.12

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

Variation par rapport à l'année précédente

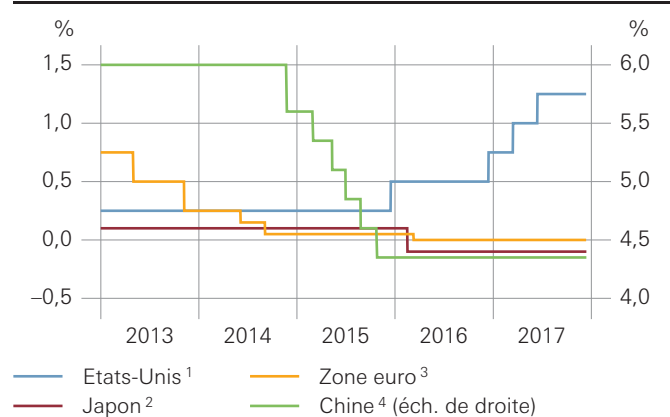


<sup>1</sup> Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

### TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS



<sup>1</sup> Taux des fonds fédéraux.

<sup>2</sup> Taux cible au jour le jour.

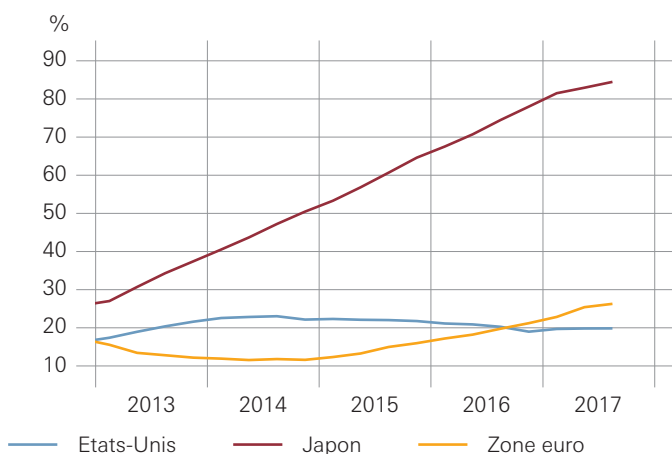
<sup>3</sup> Taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

<sup>4</sup> Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

**BASE MONÉTAIRE**

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

Les perspectives de la Chine sont demeurées inchangées depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire. La consommation devrait poursuivre sa vigoureuse progression grâce à la hausse des revenus et au bon moral des ménages. Par contre, l'expansion plus lente du crédit et les mesures macroprudentielles prises par le gouvernement sur le marché immobilier devraient légèrement freiner la croissance. L'augmentation du PIB devrait s'établir à 6,8% en 2017 et afficher un niveau légèrement inférieur en 2018. En Inde, l'effet de frein de la réforme fiscale s'estompe progressivement. La politique économique plus expansionniste stimulera la conjoncture à moyen terme. Il est en particulier prévu que les établissements de crédit faibles et proches de l'Etat soient recapitalisés et que l'infrastructure routière soit développée.

L'économie russe affiche des perspectives favorables. La consommation devrait être le moteur de la croissance dans les trimestres à venir. Les investissements retrouveront probablement de leur vigueur en raison de la hausse des prix du pétrole. Au Brésil, le redressement devrait se poursuivre grâce aux conditions monétaires favorables, à l'augmentation des revenus réels et au recul progressif du chômage. Le contexte reste cependant difficile pour les investissements à cause du manque de réformes structurelles.

Ces derniers mois, l'inflation a évolué différemment d'une économie émergente à l'autre. En Chine, elle s'établissait en novembre pratiquement au même niveau qu'en août, soit à 1,7% (voir graphique 2.11). En Inde, elle s'est en revanche sensiblement accrue, dans le sillage de la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie, pour atteindre 4,9%. Au Brésil également, l'inflation a quelque peu augmenté et s'est inscrite à 2,8%, mais elle est restée largement inférieure à l'objectif de la banque centrale. En Russie, par contre, elle a continué à faiblir, passant à 2,5%.

La politique monétaire menée dans les économies émergentes était elle aussi hétérogène. La banque centrale de Chine entend accorder, dès janvier 2018, une réduction du taux des réserves minimales allant jusqu'à 150 points de base aux banques commerciales qui octroieront davantage de crédits aux petites entreprises ou aux exploitations agricoles. Elle souligne cependant que cette mesure ne constitue pas un assouplissement général de sa politique monétaire. Il s'agit plutôt de soutenir de manière ciblée les entreprises qui avaient jusqu'à présent un accès insuffisant au crédit. En Russie et au Brésil, les banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs respectifs en raison de la faible inflation. La banque centrale d'Inde n'a pas modifié sa politique monétaire.

# 3 Evolution économique en Suisse

En Suisse, le redressement de l'économie se poursuit. Le PIB a enregistré une croissance de 2,5% au troisième trimestre; la reprise a encore gagné en vigueur, conformément aux attentes. L'industrie manufacturière, en particulier, a profité de la conjoncture étrangère favorable et de la dépréciation du franc.

Dans le sillage de cette forte progression, l'utilisation des capacités de production a augmenté et le climat des affaires s'est encore amélioré. Il faut donc s'attendre à ce que la propension des entreprises à investir continue à progresser.

Le redressement progressif du marché du travail se poursuit également. La demande de main-d'œuvre s'affermi peu à peu et le taux de chômage a encore reculé jusqu'en novembre.

Les perspectives restent positives. Les indicateurs avancés laissent présager une poursuite de la reprise. La BNS table sur une croissance du PIB de 1% en 2017 et d'environ 2% en 2018.

## DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

La BNS se fonde sur un large éventail d'informations pour évaluer la situation économique. Actuellement, de nombreux signaux indiquent une dynamique conjoncturelle positive.

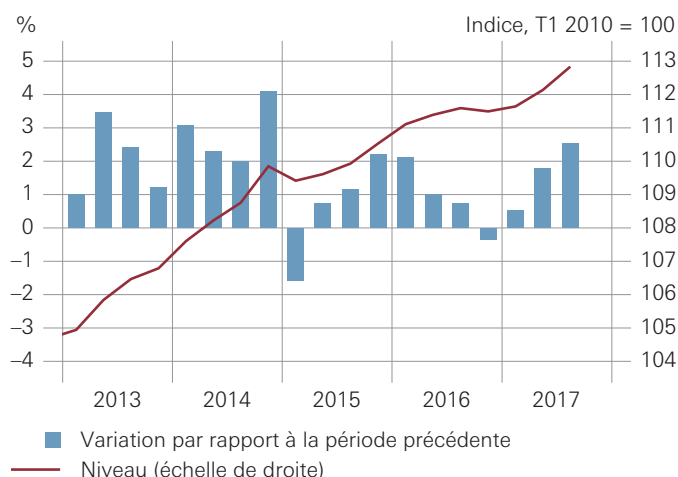
### Forte croissance du PIB au troisième trimestre 2017

Les estimations provisoires du SECO font encore apparaître une accélération du rythme de la croissance au troisième trimestre. Le PIB s'est accru de 2,5%, soit sa plus forte croissance depuis fin 2014 (voir graphique 3.1). En outre, le PIB des trimestres précédents a été revu à la hausse; au deuxième trimestre, la croissance s'est ainsi établie à 1,8% selon les dernières estimations, contre 1,1% initialement.

Dans la plupart des branches, la création de valeur s'est accrue au troisième trimestre. Elle a encore enregistré une forte progression dans l'industrie manufacturière, principal moteur de la robuste croissance du PIB (voir graphique 3.2). Elle a également connu une évolution favorable dans la plupart des branches des services. Dans les services financiers, elle a légèrement reculé après avoir fortement progressé au trimestre précédent.

Graphique 3.1

### PIB RÉEL

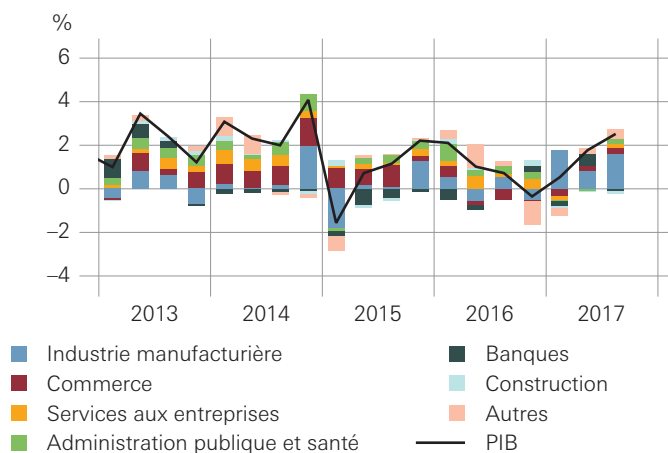


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

### CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

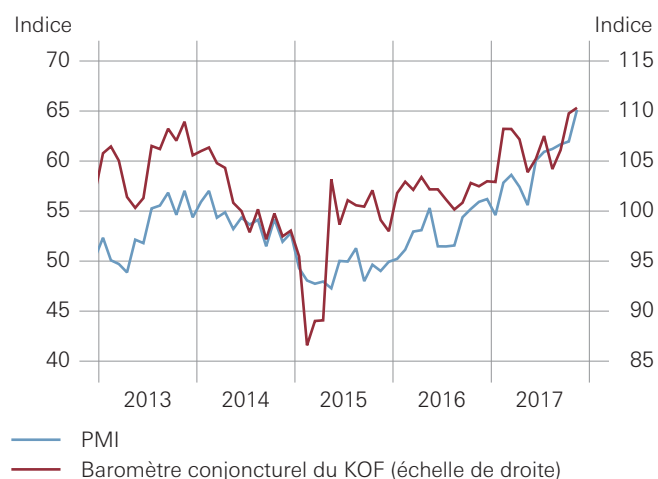
Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

Graphique 3.3

### INDICATEURS CONJONCTURELS



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

Du côté de la demande, la croissance a également reposé sur une large assise au troisième trimestre. A la faveur de la bonne conjoncture étrangère et de l'affaiblissement du franc, les exportations et les investissements en biens d'équipement ont poursuivi leur tendance positive. La consommation privée a elle aussi progressé de nouveau plus fortement qu'au premier semestre. En revanche, les investissements en constructions ont stagné. Quant aux importations, elles ont reculé après avoir enregistré une croissance extrêmement forte au trimestre précédent.

### Indicateurs conjoncturels positifs

Outre le PIB, d'autres indicateurs conjoncturels dénotent une dynamique positive. Ainsi, le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) se situe depuis longtemps à un niveau nettement supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.3). Comme l'attestent différentes enquêtes, cette évolution positive est surtout favorisée par l'industrie manufacturière. C'est ce que traduit également le niveau élevé du PMI.

Les résultats des entretiens menés avec les entreprises par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale au cours de l'année font également apparaître une nette amélioration de la situation économique (voir la partie «Signaux conjoncturels» à la page 28). Les derniers entretiens indiquent que cette dynamique positive s'est poursuivie au quatrième trimestre. Les entreprises font état d'une progression significative de la marche des affaires par rapport au trimestre précédent.

Malgré cette évolution globalement positive, quelques secteurs de l'économie restent confrontés à des défis importants. Certaines branches se trouvent engagées dans un processus d'adaptation structurelle, en raison de facteurs réglementaires ou technologiques, et sont exposées à de fortes pressions sur les prix et sur les marges.

Tableau 3.1

### PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2013	2014	2015	2016	2015	2016					2017		
					T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
Consommation privée	2,6	1,3	1,8	1,5	0,5	2,0	0,9	1,3	2,9	0,3	0,7	1,5	
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,3	2,2	1,2	1,6	1,4	2,5	1,8	1,4	2,8	0,8	1,1	1,9	
Investissements	0,6	3,0	2,2	3,1	-0,9	7,9	1,2	4,8	-1,6	3,5	3,2	2,0	
Construction	3,1	3,2	1,6	0,9	2,4	1,7	-2,3	5,1	0,3	0,6	2,6	-0,5	
Biens d'équipement	-1,0	2,9	2,6	4,5	-2,9	12,1	3,5	4,6	-2,7	5,4	3,6	3,5	
Demande intérieure finale	2,0	1,9	1,8	1,9	0,3	3,7	1,1	2,3	1,7	1,2	1,4	1,7	
Variation des stocks <sup>1</sup>	0,6	-0,5	-0,3	-1,9	5,3	-7,4	-4,6	5,3	-7,8	-3,6	7,0	-3,9	
Exportations totales <sup>2</sup>	-0,1	5,2	2,3	6,8	6,3	16,5	7,2	-9,3	12,2	3,2	1,0	5,0	
Biens <sup>2</sup>	-2,3	5,8	2,6	6,2	1,9	30,1	3,4	-15,2	-3,4	23,5	2,7	8,7	
Biens sans commerce de transit <sup>2</sup>	-1,0	4,0	0,7	6,6	16,7	7,8	4,8	3,8	-7,1	16,1	6,8	4,9	
Services	4,5	4,0	1,7	7,9	15,2	-6,1	15,1	3,2	46,6	-25,2	-2,0	-1,7	
Importations totales <sup>2</sup>	1,4	3,3	3,2	4,7	16,7	5,6	-2,1	4,1	1,1	-3,3	17,0	-5,1	
Biens <sup>2</sup>	0,7	1,7	0,0	4,4	20,4	3,7	0,3	0,4	-0,6	-3,4	21,6	-6,2	
Services	3,0	6,8	9,6	5,4	10,2	9,3	-6,4	11,2	4,2	-3,1	9,1	-2,9	
Commerce extérieur <sup>3</sup>	-0,6	1,3	-0,1	1,6	-3,3	6,2	4,6	-6,6	5,9	3,1	-6,5	4,9	
<b>PIB</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	

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

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

3 Contribution à la croissance en points.

Source: SECO.



## MARCHÉ DU TRAVAIL

Le redressement du marché du travail se poursuit. Le chômage a continué de reculer au cours des derniers mois et l'emploi a de nouveau progressé.

### Recul continu du chômage

Fin novembre, le nombre de chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement (ORP) a enregistré un nouveau repli, s'établissant à 136 600 personnes en données corrigées des variations saisonnières, et le taux de chômage en données désaisonnalisées calculé par le SECO s'élevait à 3% (voir graphique 3.4).

Par ailleurs, l'Office fédéral de la statistique (OFS) calcule un taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT) sur la base de l'Enquête suisse sur la population active (ESPA). Cette enquête est réalisée chaque trimestre auprès des ménages et englobe également les personnes sans emploi qui ne sont pas ou plus inscrites auprès d'un ORP, mais qui recherchent un emploi. Par conséquent, ce taux est supérieur à celui calculé par le SECO. Au troisième trimestre 2017, il s'élevait à 4,8% en données corrigées des variations saisonnières, soit un niveau légèrement inférieur à son point culminant, atteint il y a quelques trimestres. Il affiche ainsi une évolution comparable à celle du taux de chômage déterminé par le SECO.

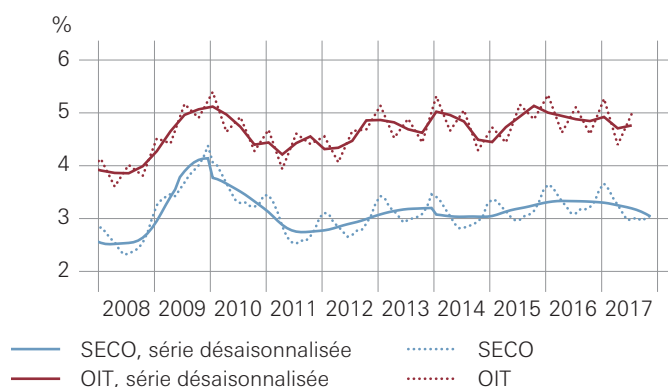
### L'emploi progresse encore

La statistique de la population active occupée (SPAO), qui repose elle aussi sur l'ESPA, mesure l'activité sous l'angle des ménages. Au troisième trimestre, le nombre de personnes recensées dans cette statistique affichait à nouveau une croissance correspondant à peu près à sa moyenne de long terme, après avoir connu une progression plutôt modérée au cours des trimestres précédents (voir graphique 3.5).

La statistique de l'emploi (STATEM), qui est quant à elle basée sur une enquête réalisée auprès des entreprises, évalue l'emploi sous l'angle de ces dernières. Elle complète la SPAO notamment sur le plan de l'évolution des différentes branches. Selon la STATEM, le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps a également augmenté en moyenne au troisième trimestre (voir graphique 3.6). Cette croissance a été portée par les services, qui regroupent environ les trois quarts des personnes occupées. Dans l'industrie manufacturière également, qui totalise à peu près 15% des postes, l'emploi a de nouveau progressé. Dans la construction, en revanche, les réductions d'effectifs observées depuis environ trois ans se sont poursuivies.

Graphique 3.4

### TAUX DE CHÔMAGE



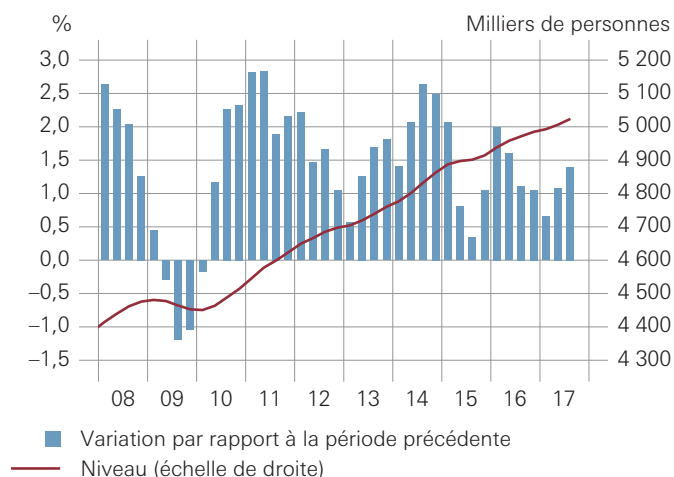
SECO: chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après les recensements de 2000 et de 2010 et les relevés structurels 2012 à 2014.

OIT: taux de chômage selon la définition de l'Organisation internationale du travail.

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

Graphique 3.5

### PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

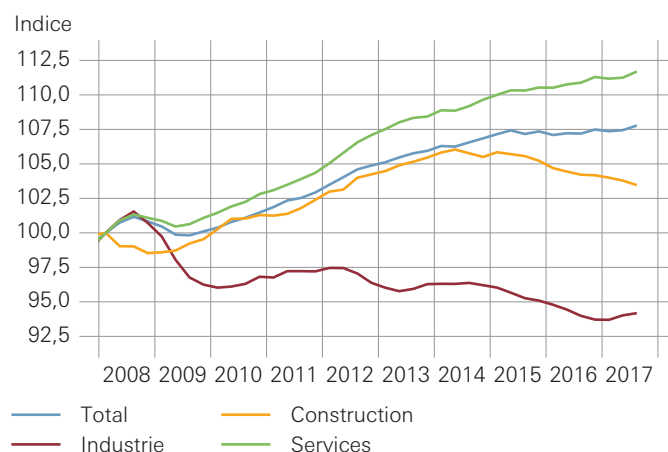


Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

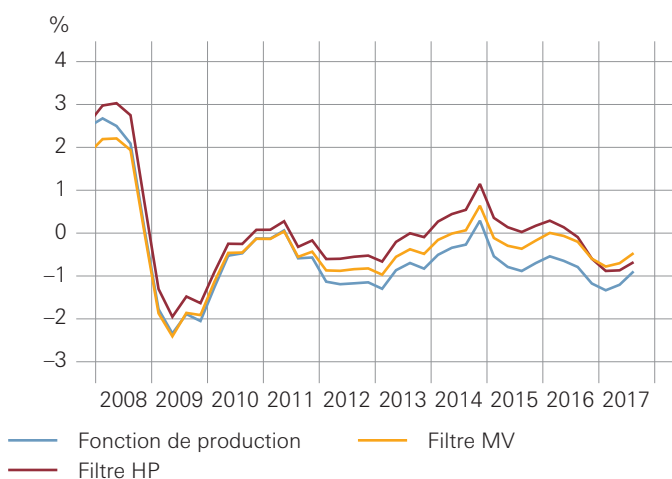
Graphique 3.6

### EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

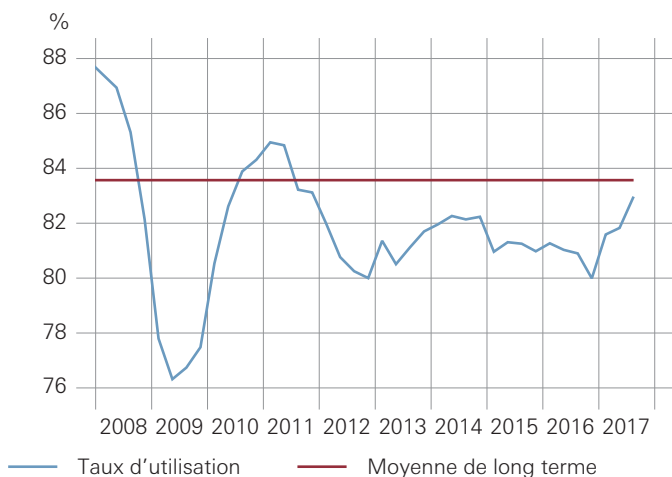
Début de la période = 100



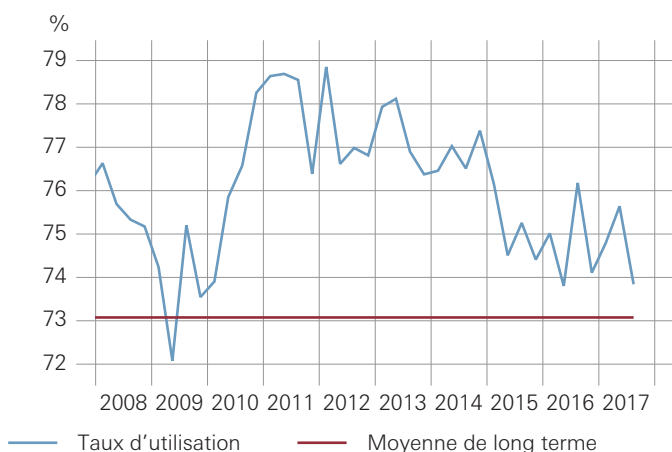
Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

**ÉCART DE PRODUCTION**

Source: BNS.

**UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE**

Source: KOF.

**UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION**

Source: KOF.

**UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION****Ecart de production négatif**

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. L'écart de production négatif s'est récemment encore réduit. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart était de  $-0,9\%$  au troisième trimestre, contre  $-1,2\%$  au trimestre précédent. Avec d'autres méthodes (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), l'écart obtenu est un peu plus petit, mais également négatif (voir graphique 3.7).

**Sous-utilisation des capacités moins marquée d'après les enquêtes**

Selon l'enquête du KOF, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a augmenté de 1,1 point au troisième trimestre, s'inscrivant à 83%. Compte tenu de cette forte hausse, son niveau n'est plus que légèrement inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Dans la construction, le taux d'utilisation des machines a nettement reculé, mais reste supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.9). Dans les différentes branches des services, les réponses aux enquêtes indiquent un taux d'utilisation moyen. Le tableau brossé par ces indicateurs est donc, dans l'ensemble, plus positif que lorsque le calcul se base sur le PIB.

## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

A la lumière de la forte croissance de l'économie mondiale, les perspectives pour la Suisse restent positives. L'indice des directeurs d'achats (*purchasing managers index*, PMI) des pays étrangers, en données pondérées par les exportations, s'est encore amélioré au cours des derniers mois, se rapprochant ainsi des valeurs maximales atteintes en 2010 et en 2011 (voir graphique 3.10). Les branches à vocation exportatrice vont particulièrement bénéficier des impulsions venant de l'étranger. Les résultats des enquêtes menées auprès des entreprises industrielles indiquent une nouvelle amélioration des perspectives conjoncturelles (voir graphique 3.11). Les branches des services devraient donc elles aussi connaître un regain de vigueur. La plupart des autres indicateurs laissent également présager une poursuite de la reprise. Un raffermissement de la demande de main-d'œuvre se dessine notamment sur le marché du travail (voir graphique 3.12).

A moyen terme également, la BNS s'attend à une évolution favorable de la conjoncture en Suisse. Ces perspectives reposent sur plusieurs facteurs. D'abord, la conjoncture mondiale telle qu'elle ressort du scénario de base (voir chapitre 2) devrait continuer de favoriser la demande extérieure. Ensuite, la dépréciation du franc au cours des derniers mois s'est traduite par une amélioration de la compétitivité des entreprises au niveau des prix. Enfin, l'activité devrait de nouveau être soutenue par une probable poursuite de la forte croissance démographique à court terme et par le bas niveau des intérêts.

Pour 2017, la BNS table sur une progression du PIB de 1%. En 2018, la croissance devrait nettement s'accélérer; la prévision s'établit à environ 2%. Cette hausse reflète essentiellement une évolution plus dynamique des exportations et des investissements en biens d'équipement. Comme à l'accoutumée, cette prévision reste entachée de grandes incertitudes, qui tiennent surtout à l'évolution à l'étranger (voir chapitre 2).

Graphique 3.10

### INDICE DES DIRECTEURS D'ACHATS, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations



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

Graphique 3.11

### PERSPECTIVES CONJONCTURELLES

6 prochains mois (KOF) et 12 prochains mois (Deloitte)

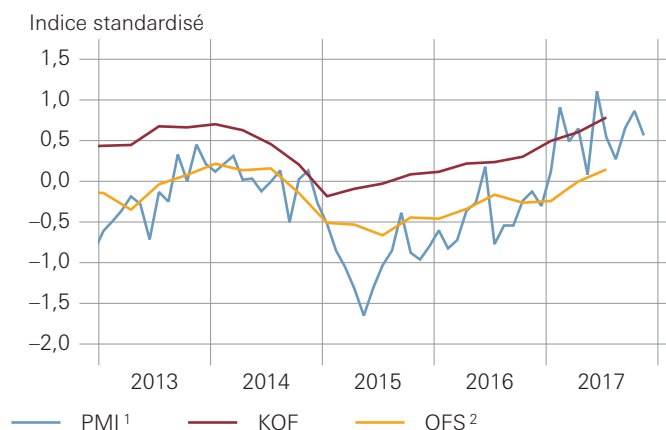


— Deloitte CFO survey (échelle de gauche)  
— KOF, indicateur de la situation des affaires (éch. de droite)

Sources: Deloitte et KOF.

Graphique 3.12

### INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI



<sup>1</sup> Valeurs mensuelles.

<sup>2</sup> Correction des variations saisonnières: BNS.

Sources: Credit Suisse, KOF et OFS.

# 4

## Prix et anticipations d'inflation

Les taux d'inflation ont légèrement augmenté tant pour les prix à la consommation que pour ceux de l'offre totale en raison de la dépréciation du franc sur le marché des changes. Les taux d'inflation sous-jacente ont également progressé, mais un peu plus faiblement que les taux d'inflation non corrigés.

Quasiment inchangées, les anticipations d'inflation demeurent dans une plage correspondant à la définition de la stabilité des prix de la BNS.

### PRIX À LA CONSOMMATION

#### Légère hausse du renchérissement annuel

Le renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a légèrement progressé à l'automne 2017 (voir graphique 4.1). En novembre, il s'établissait à 0,8%, après une moyenne de 0,5% sur les trois premiers trimestres (voir tableau 4.1). Cette hausse tient principalement à la dépréciation du franc amorcée fin juillet.

#### Renchérissement plus élevé des biens et services importés

L'augmentation du prix des biens et services importés a triplé entre août et novembre pour s'établir à 2,2%. Cette évolution reflète surtout le renchérissement plus élevé de ces derniers, hors produits pétroliers. La contribution de ceux-ci à l'inflation a été quasiment inchangée sur la période (voir graphique 4.1).

Tableau 4.1

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

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2016	2016	2017			2017		
		T4	T1	T2	T3	Septembre	Octobre	Novembre
<b>IPC, indice total</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>
Biens et services suisses	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3
Biens	-0,6	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Services	0,0	0,1	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5
Services privés (hors loyers des logements)	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2	0,4
Loyers des logements	0,3	0,8	1,1	1,1	1,3	1,4	1,4	0,7
Services publics	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	0,1	0,3	0,3	0,3
Biens et services importés	-1,4	-0,9	1,3	0,6	0,8	1,3	1,4	2,2
Hors produits pétroliers	-0,7	-1,2	-0,7	-0,1	0,2	0,6	0,9	1,3
Produits pétroliers	-6,1	1,4	17,3	6,1	5,5	6,8	5,4	8,4

Sources: BNS et OFS.

### Renchérissement stable des biens et services suisses

Le renchérissement des biens et services suisses n'a guère changé. Les loyers et les autres services ont contribué positivement à l'inflation, tandis que les prix des biens sont restés légèrement inférieurs à leur niveau de la même période de l'année précédente (voir graphique 4.2).

### Léger recul du renchérissement des loyers

Le renchérissement des loyers mesuré par l'indice des loyers est tombé à 0,7% en novembre, contre 1,4% en août (voir graphique 4.3). Ce recul reflète, d'une part, un effet de base et, d'autre part, l'évolution du taux d'intérêt de référence, qui correspond à la moyenne des taux hypothécaires et qui avait baissé de 0,25 point en juin 2017. Indicateur clé pour l'adaptation des loyers, le taux d'intérêt de référence se répercute généralement sur l'indice des loyers avec un décalage de quelques mois.

### Légère hausse des taux d'inflation sous-jacente

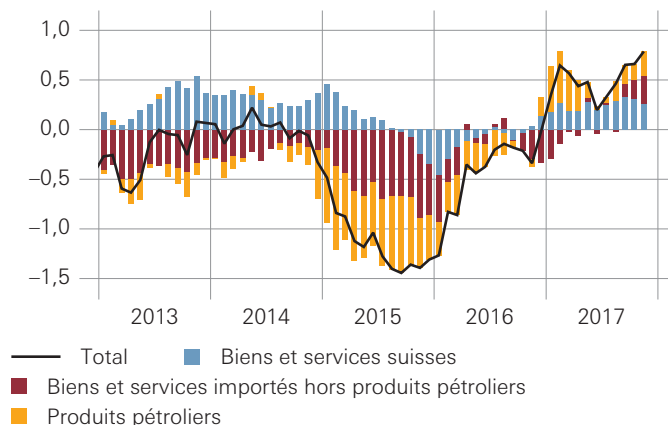
Comme le renchérissement annuel mesuré par l'IPC, les taux d'inflation sous-jacente affichent une légère tendance à la hausse (voir graphique 4.4). En novembre, la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) et le taux d'inflation sous-jacente 1 établi par l'OFS (OFS1) s'inscrivaient respectivement à 0,5% et 0,6%. Ils étaient donc quelque peu inférieurs au renchérissement annuel mesuré par l'IPC, lequel s'établissait à 0,8%.

Ces deux taux d'inflation sous-jacente reposent sur un panier réduit de l'IPC: chaque mois, l'OFS1 laisse de côté les mêmes biens (produits frais et saisonniers, énergie et carburants), alors que la TM15 exclut du panier ceux dont les prix ont enregistré les plus fortes variations à la hausse et à la baisse (15% dans les deux cas) sur les douze derniers mois.

Graphique 4.1

### IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

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

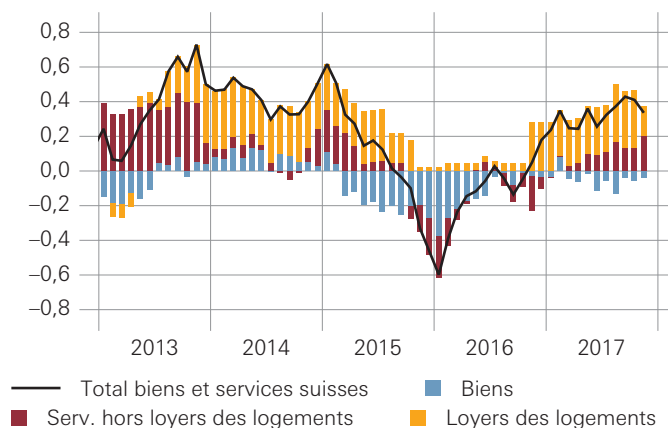


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

### IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

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

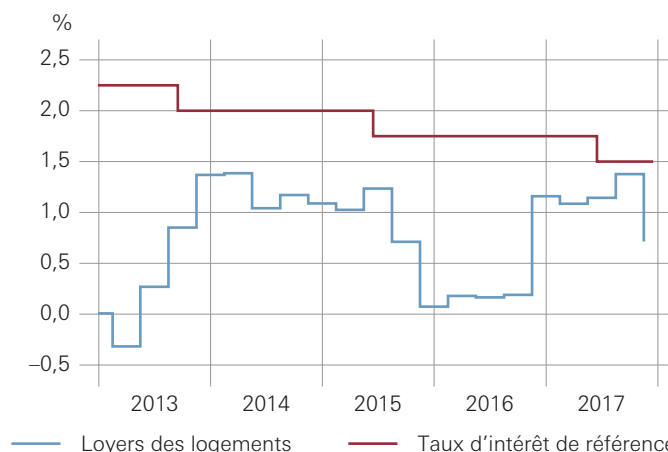


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

### LOYERS DES LOGEMENTS

Variation par rapport à l'année précédente

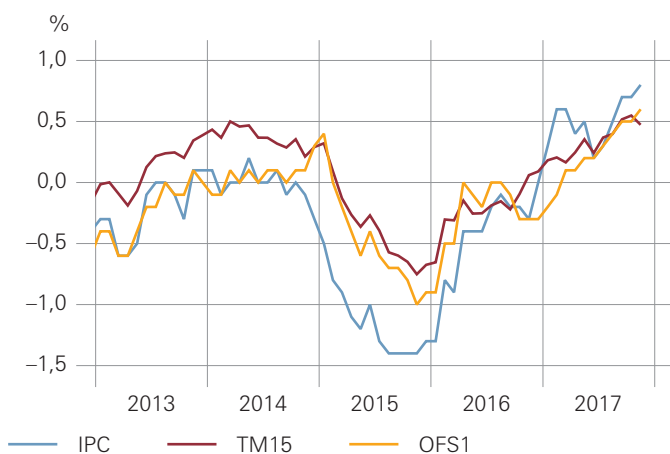


Sources: Office fédéral du logement (OFL) et OFS.

Graphique 4.4

**INFLATION SOUS-JACENTE**

Variation par rapport à l'année précédente

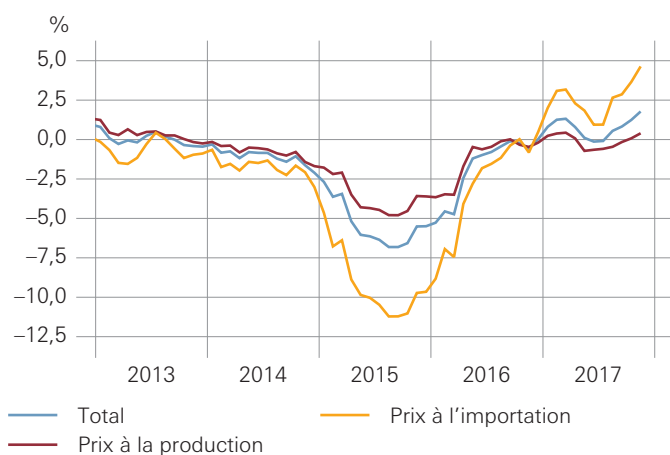


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.5

**PRIX DE L'OFFRE TOTALE**

Variation par rapport à l'année précédente

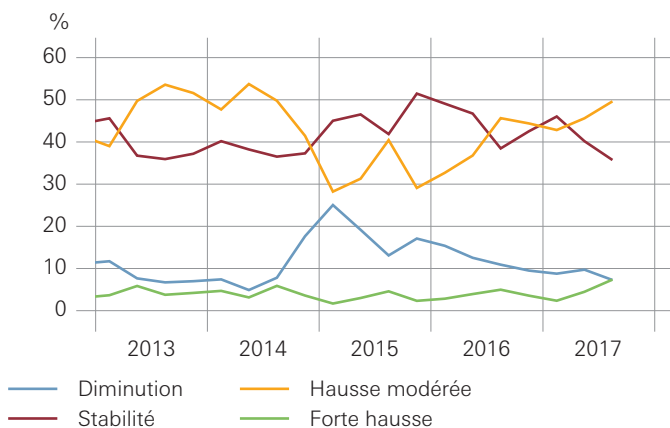


Source: OFS.

Graphique 4.6

**ANTICIPATIONS D'ÉVOLUTION DES PRIX**

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



Sources: BNS et SECO.

**PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION****Prix à l'importation tirés par le cours de change**

En novembre, l'indice des prix de l'offre totale, qui comprend les prix à l'importation et les prix à la production, était supérieur de 1,8% à son niveau de novembre 2016 (voir graphique 4.5). Le renchérissement à l'importation a fortement progressé ces derniers mois sous l'influence de la dépréciation du franc. En revanche, les prix à la production demeuraient proches du niveau auquel ils s'inscrivaient un an plus tôt.

**ANTICIPATIONS D'INFLATION****Anticipations d'inflation inscrites dans la plage de stabilité des prix**

Les anticipations d'inflation demeurent légèrement positives. Elles restent ainsi dans la plage correspondant à la stabilité des prix au sens de la BNS, soit une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

**Anticipations à court terme quasiment inchangées**

D'après l'enquête trimestrielle menée par le SECO auprès des ménages, la majorité des personnes interrogées s'attendent à des prix en hausse sur les douze prochains mois (voir graphique 4.6). La plupart des autres participants tablent sur des prix inchangés. La part des ménages anticipant une hausse des prix a un peu augmenté en octobre 2017. À l'inverse, celle des ménages qui prévoient des prix stables ou en baisse a légèrement diminué.

Selon l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par CFA Society Switzerland et le Credit Suisse, 58% des analystes interrogés en novembre s'attendent à des taux d'inflation stables dans les six prochains mois. Les 42% restants pensent que les taux d'inflation progresseront. Les parts n'ont guère changé depuis l'été.

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale mènent avec des chefs d'entreprises de toutes les régions de Suisse donnent un résultat similaire. Au quatrième trimestre, les interlocuteurs misent en moyenne sur un renchérissement annuel de 0,6% pour les six à douze prochains mois, contre 0,5% au trimestre précédent.

**Anticipations à plus long terme légèrement supérieures à celles à court terme**

Les anticipations d'inflation à plus long terme demeurent légèrement supérieures à celles à court terme. Selon les directeurs financiers qui ont participé à l'enquête effectuée par Deloitte au troisième trimestre, le taux d'inflation devrait se situer à 1% dans deux ans. Les chefs d'entreprise interrogés au quatrième trimestre par les délégués de la BNS estiment, quant à eux, que le taux d'inflation serait de 1,2% dans les trois à cinq ans (troisième trimestre: 1%).

# 5

## Evolution monétaire

---

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de mi-septembre 2017, la BNS a décidé de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Ces trois derniers mois, la politique monétaire de la BNS a ainsi continué à reposer sur le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue que les banques détiennent à la BNS et sur la disposition de cette dernière à intervenir au besoin sur le marché des changes.

Les taux d'intérêt à court et à long terme sont demeurés pratiquement inchangés au cours des derniers mois. Le Libor à trois mois s'est maintenu au même niveau que le taux d'intérêt négatif de la BNS, tandis que le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération a oscillé entre  $-0,2\%$  et  $0\%$  environ.

En revanche, les cours de change ont subi des fluctuations. Fin juillet, le franc avait nettement faibli face à l'euro. Durant les mois suivants, il a également perdu de la valeur face au dollar des Etats-Unis. La surévaluation du franc s'est ainsi atténuée, mais la monnaie helvétique reste néanmoins à un niveau élevé.

Comme au trimestre précédent, les taux de croissance de l'agrégat monétaire M3 et des crédits bancaires ont évolué à un niveau modeste.

### MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS MI-SEPTEMBRE

---

#### **Politique monétaire toujours expansionniste**

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 14 septembre 2017, la BNS a confirmé le cap de sa politique monétaire. Elle a maintenu la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . Elle a également laissé inchangé à  $-0,75\%$  le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent en comptes de virement à la BNS et qui dépassent un certain montant exonéré. La Banque nationale a par ailleurs réaffirmé son intention de continuer à intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à réduire les pressions à la hausse sur le franc. La politique monétaire de la BNS aide de la sorte à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique.

#### **Avoirs à vue à la BNS pratiquement inchangés**

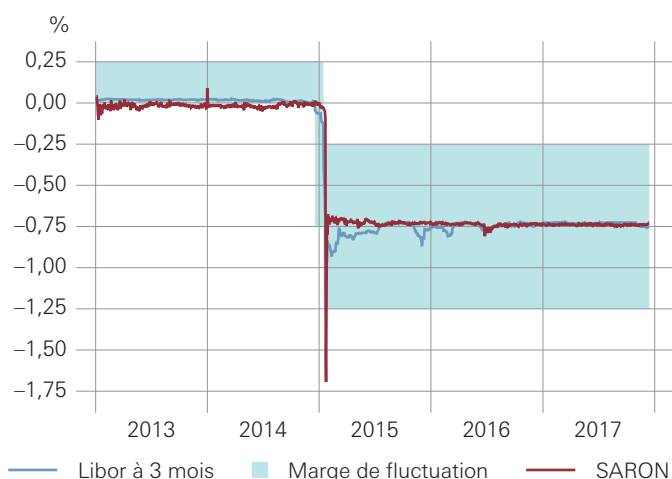
Depuis mi-septembre 2017, les avoirs à vue détenus à la BNS ont légèrement reculé. Dans la semaine du 4 au 8 décembre 2017 (la dernière semaine avant l'examen de mi-décembre), ils portaient sur 575,9 milliards de francs et se situaient ainsi 3,1 milliards au-dessous de leur niveau de la semaine qui a précédé l'examen de mi-septembre 2017 (579 milliards). Entre mi-septembre et mi-décembre 2017, ils s'établissaient en moyenne à 577,9 milliards de francs (473,6 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques résidentes et 104,3 milliards pour les autres avoirs à vue).

#### **Niveau élevé des réserves excédentaires des banques**

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales étaient de 16 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 août au 19 novembre 2017. Les banques dépassaient en moyenne d'environ 459,3 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 471,2 milliards). Leurs réserves excédentaires ont donc légèrement diminué.

Graphique 5.1

## TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

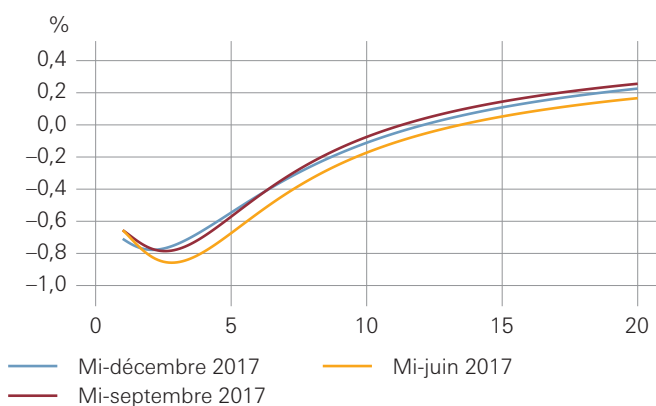


Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

## STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

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

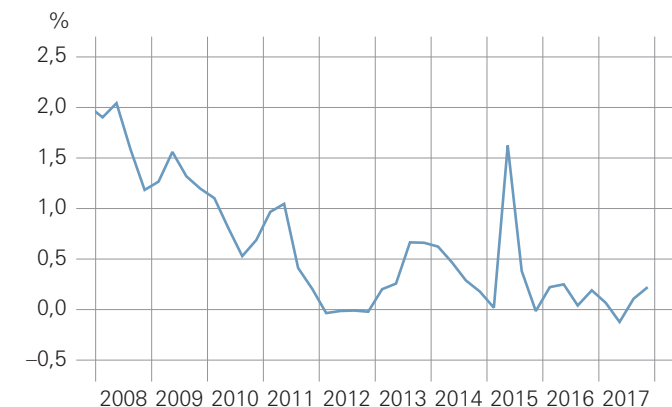


Source: BNS.

Graphique 5.3

## TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ESTIMÉ

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



Source: BNS.

## TAUX D'INTÉRÊT SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRE ET DES CAPITAUX

### Taux d'intérêt pratiquement inchangés sur le marché monétaire

La situation est restée stable sur le marché monétaire en francs. Ces derniers trimestres, les taux d'intérêt sur les opérations gagées (SARON) comme sur les opérations non gagées (Libor à trois mois) n'ont guère évolué et sont constamment restés à un niveau proche de  $-0,75\%$ , soit le taux d'intérêt appliqué depuis janvier 2015 aux avoirs à vue détenus à la BNS (voir graphique 5.1).

### Consolidation des taux d'intérêt à long terme

Comme au trimestre précédent, le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération a oscillé entre un peu moins de  $-0,2\%$  et  $0\%$ , ce qui correspond à l'évolution des taux d'intérêt à long terme à l'étranger. Mi-décembre, le rendement des obligations fédérales à dix ans s'inscrivait à  $-0,1\%$ .

### Courbe des rendements quasiment inchangée

La courbe des rendements des obligations fédérales est pratiquement la même qu'il y a trois mois (voir graphique 5.2). Les rendements des obligations fédérales d'une durée allant jusqu'à environ douze ans s'inscrivent toujours dans la zone négative.

### Taux d'intérêt réels à long terme toujours bas

Mi-décembre 2017, le taux d'intérêt réel estimé à long terme s'établissait à un niveau proche de zéro dans la zone positive, quasiment comme au cours du trimestre précédent (voir graphique 5.3).

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



## COURS DE CHANGE

### Nouvel affaiblissement du franc

Depuis l'examen de mi-septembre, le franc a fléchi face aux principales monnaies (voir graphique 5.4). Alors que la BCE avait annoncé fin octobre la poursuite de sa politique expansionniste et que le référendum en Catalogne avait quelque peu déstabilisé les marchés, le franc s'est affaibli de plus de 1% face à l'euro. Un euro valait par moments 1,17 franc, niveau le plus élevé enregistré depuis la suppression du cours plancher en janvier 2015.

Le franc s'est également déprécié face au dollar des Etats-Unis, à la livre sterling et au yen japonais. Il a perdu un peu moins de 3% par rapport au dollar des Etats-Unis. Mi-décembre, le dollar s'échangeait à 99 centimes. L'affaiblissement du franc a été encore un peu plus marqué vis-à-vis de la livre sterling, laquelle s'est renforcée du fait du relèvement du taux directeur par la Banque d'Angleterre.

### Repli des indices du cours de change en données pondérées par le commerce extérieur

La valeur extérieure du franc en données nominales pondérées par le commerce extérieur a fléchi de plus de 1% entre mi-septembre et mi-décembre (voir graphique 5.5).

La légère tendance inverse observée en novembre a essentiellement été alimentée par le cours du franc face au dollar des Etats-Unis.

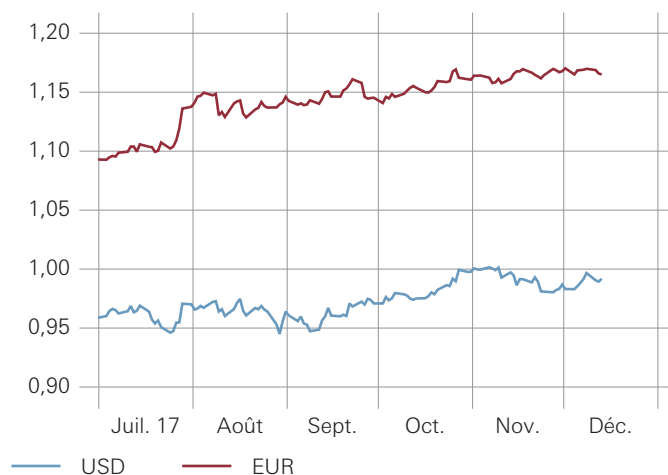
Durant la même période, la valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur a fléchi un peu plus fortement en données réelles qu'en données nominales. Cette tendance traduit le fait que le renchérissement était plus faible en Suisse qu'à l'étranger.

### Indice réel du cours de change à un niveau toujours élevé

L'indice réel du cours du franc pondéré par le commerce extérieur tel qu'il est calculé par la BNS (avec l'indice des prix à la consommation comme déflateur) se situe actuellement plus ou moins au même niveau qu'avant la suppression du cours plancher. Il s'établit ainsi toujours au-dessus de sa moyenne de long terme. Les indices calculés par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et le Fonds monétaire international (FMI) affichent une évolution similaire (voir graphique 5.6).

Graphique 5.4

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

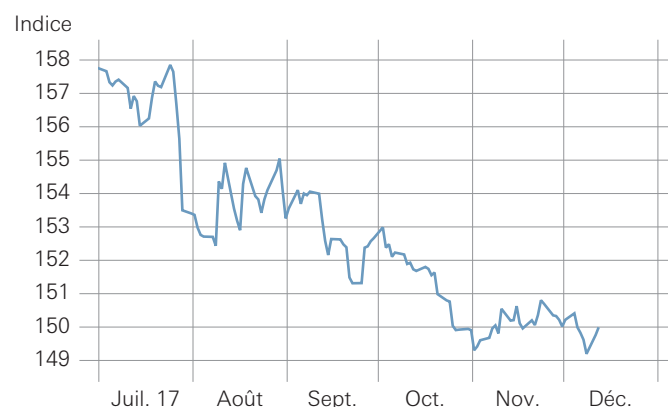


Source: BNS.

Graphique 5.5

### VALEUR EXTÉRIEURE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX

Décembre 2000 = 100

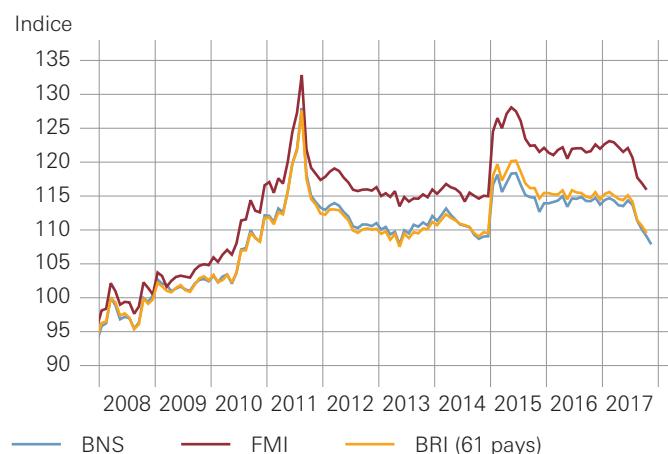


Source: BNS.

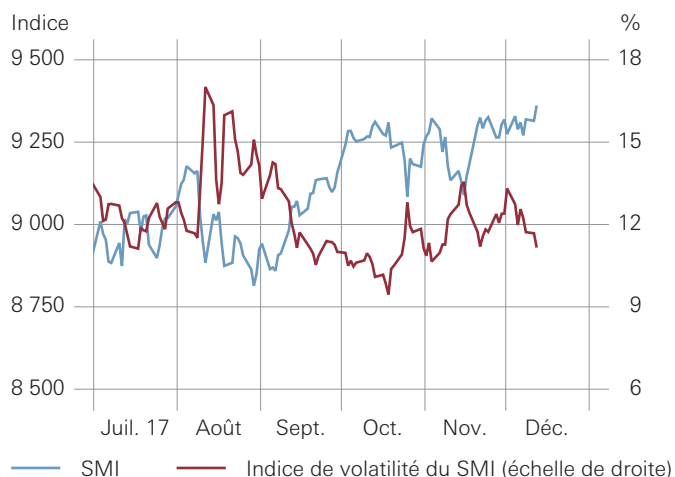
Graphique 5.6

### VALEUR EXTÉRIEURE DU FRANC EN TERMES RÉELS

Décembre 2000 = 100

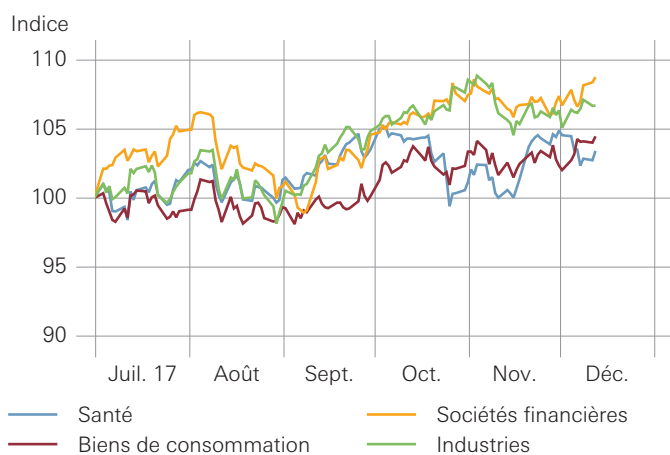


Sources: Banque des Règlements Internationaux (BRI), BNS et FMI.

**COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ**

Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

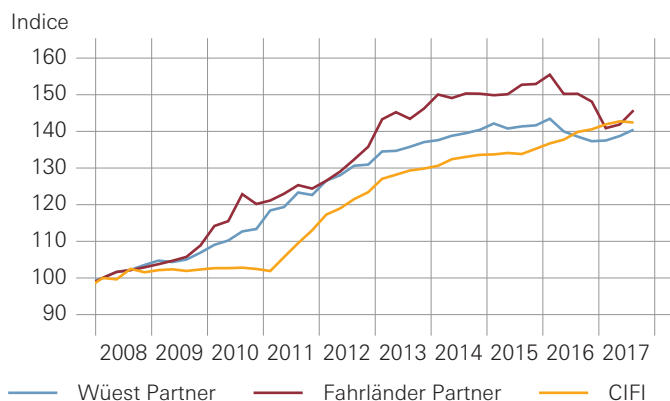
**SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES**1<sup>er</sup> juillet 2017 = 100

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.9

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

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



Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest Partner.

**COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER****Légère hausse des actions**

Le Swiss Market Index (SMI) a progressé de quelque 5% entre début septembre et mi-décembre, alors qu'il n'avait guère fluctué au cours des mois précédents (voir graphique 5.7). Il a donc affiché une évolution similaire à celle enregistrée par les principaux indices d'actions en Europe et en Amérique du Nord.

Même s'il a atteint un nouveau sommet annuel en décembre 2017, le SMI n'a pas dépassé le niveau record de juin 2007 ni le record pluriannuel d'août 2015.

**Atténuation des incertitudes sur les marchés**

L'indice de volatilité, qui est calculé à partir des options sur des contrats à terme portant sur le SMI, permet de mesurer l'incertitude sur le marché des actions. Après avoir légèrement augmenté en août face aux craintes grandissantes d'une aggravation du conflit nord-coréen, cet indice est retombé à son bas niveau antérieur (voir graphique 5.7).

**Différences faibles entre les sous-indices du SPI**

Les principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI) ont dans l'ensemble suivi une évolution parallèle, tout en fluctuant modérément au cours du second semestre (voir graphique 5.8). Les sous-indices des sociétés financières et de l'industrie ont certes temporairement progressé un peu plus fortement que les sous-indices relatifs à la santé et aux biens de consommation, mais les différences sont restées modestes.

**Hausse des prix de l'immobilier résidentiel**

La majorité des indices de prix disponibles pour les appartements en propriété par étage (PPE) et les maisons individuelles ont augmenté légèrement au deuxième et au troisième trimestre. Cette hausse s'est étendue à presque toutes les régions et a concerné pratiquement tous les segments de prix.

Malgré cette évolution récente, les indices disponibles pour l'immobilier résidentiel font apparaître des signes de stabilisation dans une perspective pluriannuelle. C'est notamment le cas pour les prix de transaction des appartements en propriété par étages (voir graphique 5.9). Deux des trois indices représentés ont certes quelque peu augmenté récemment, mais ils restent inférieurs à leurs niveaux record.

**Léger recul de la monnaie centrale**

La monnaie centrale, soit les billets en circulation et les avoirs que les banques résidentes détiennent en comptes de virement à la BNS, a légèrement diminué ces derniers mois, s'inscrivant en novembre 2017 à 551,9 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10).

L'essentiel de ce recul s'explique par le repli des avoirs en comptes de virement détenus par des banques résidentes (-9,5 milliards de francs entre juin et novembre 2017), qui s'est accompagné d'une hausse des autres avoirs à vue. Le volume total des avoirs à vue à la BNS est resté pratiquement inchangé au cours du second semestre.

**Croissance stable des agrégats au sens large**

Malgré la stabilisation de la monnaie centrale, les agrégats monétaires M1, M2 et M3, qui mesurent la masse monétaire en mains du public, ont continué à croître (voir graphique 5.11). Ces agrégats au sens large évoluent actuellement indépendamment des fluctuations de la monnaie centrale, étant donné que les banques disposent d'un très grand volume de liquidités, et donc que les avoirs en comptes de virement détenus par les banques à la BNS sont nettement supérieurs aux réserves minimales prescrites.

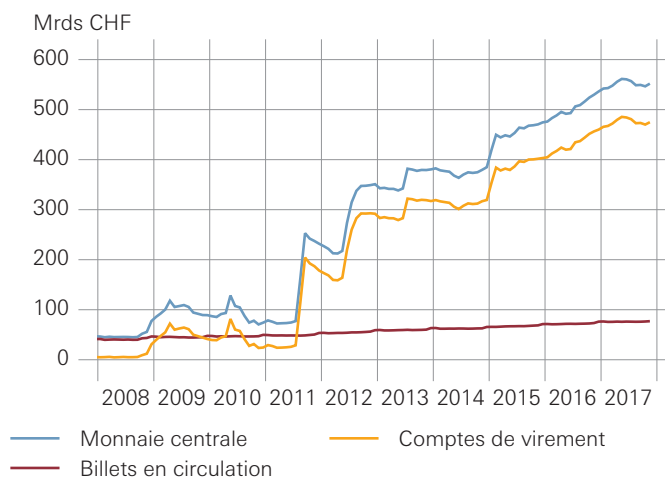
Fin novembre, l'agrégat M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 8,1% son niveau du mois correspondant de l'année précédente, tandis que M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont augmenté de respectivement 4,8% et 4,4% au cours de la même période (voir tableau 5.1).

**Evolution parallèle de la masse monétaire et des crédits**

Ces dernières années, les crédits en francs accordés par des comptoirs en Suisse ont affiché une évolution largement parallèle à celle des dépôts en francs de la clientèle résidente, qui forment, avec le numéraire en circulation, l'agrégat M3. Le graphique 5.12 illustre les variations cumulées des postes du bilan en francs des comptoirs en Suisse depuis début 2014. Au cours de cette période, les crédits ont progressé de 86 milliards de francs et les dépôts de la clientèle, de 89 milliards. On note également une forte augmentation des liquidités en francs des comptoirs en Suisse, c'est-à-dire des avoirs en comptes de virement détenus à la BNS. Cette hausse des liquidités ne s'est toutefois pas traduite par une accélération de la croissance des crédits ni par une progression des dépôts de la clientèle au-delà de la hausse induite par l'octroi de crédits.

Graphique 5.10

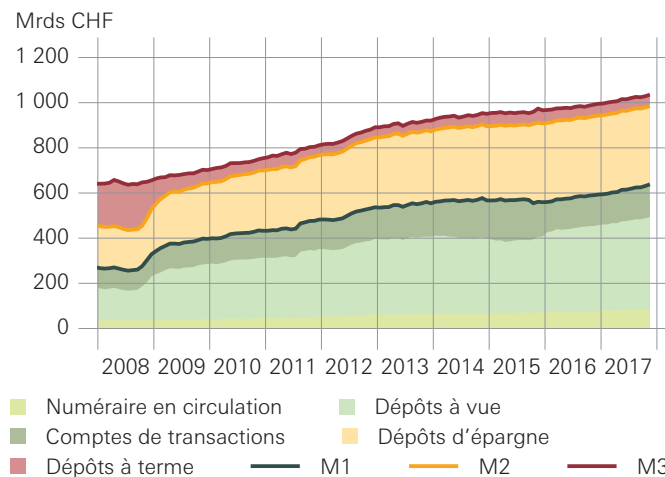
**MONNAIE CENTRALE**



Source: BNS.

Graphique 5.11

**AGRÉGATS MONÉTAIRES**

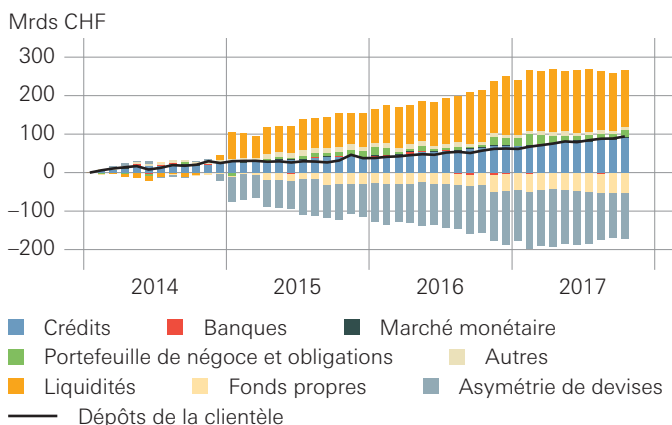


Source: BNS.

Graphique 5.12

### CONTREPARTIES DES DÉPÔTS, VARIATION CUMULÉE DEPUIS JANVIER 2014

Comptoirs en Suisse, en comptes suisses et en francs



Source: BNS.

L'accroissement des liquidités des comptoirs en Suisse est essentiellement contrebalancé par le poste *Asymétrie de devises*. Il s'agit d'un poste d'équilibrage du bilan, composé principalement des engagements nets des comptoirs en Suisse en monnaies étrangères vis-à-vis de la clientèle suisse et étrangère et, pour une part négligeable, de ces mêmes engagements en francs vis-à-vis de la clientèle étrangère. Comme les banques couvrent généralement leur risque de change, la progression de ce poste indique que les autres acteurs économiques ont augmenté leur exposition au franc sous forme de produits dérivés (pour des informations générales sur la méthode utilisée, se reporter à L. Altermatt et R. Baeriswyl, «Effets de l'expansion de la monnaie centrale sur le bilan des banques en Suisse», BNS, *Bulletin trimestriel* 1/2015, p. 34 ss.).

Tableau 5.1

### AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2016	2016	2017			2017		
		T4	T1	T2	T3	Septembre	Octobre	Novembre
<b>M1</b>	<b>2,1</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>	<b>8,1</b>
<b>M2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>
<b>M3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>
<b>Crédits bancaires, total</b> <sup>1,3</sup>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	
Créances hypothécaires <sup>1,3</sup>	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	
Ménages <sup>2,3</sup>	2,8	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	
Entreprises du secteur privé <sup>2,3</sup>	2,6	2,7	3,2	3,2	3,5	4,0	3,6	
Autres crédits <sup>1,3</sup>	-1,1	2,5	2,9	2,2	2,3	1,4	4,4	
gagés <sup>1,3</sup>	0,0	7,2	8,0	5,0	4,6	4,0	4,3	
non gagés <sup>1,3</sup>	-2,0	-0,7	-0,7	0,2	0,7	-0,4	4,5	

1 Bilans mensuels (comptoirs en Suisse, en comptes suisses et dans toutes les monnaies).

2 Statistique sur l'encours des crédits (comptoirs en Suisse, en comptes suisses et dans toutes les monnaies).

3 Les taux de croissance des crédits bancaires et de leurs composantes tiennent compte des informations fournies par les banques sur des modifications de leur pratique en matière de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance indiqués dans le portail de données data.snb.ch.

Source: BNS.

### Croissance stable des crédits hypothécaires

Les créances hypothécaires des banques, qui constituent 85% environ de l'ensemble des crédits bancaires accordés à des résidents, ont progressé de 2,6% entre le troisième trimestre 2016 et le troisième trimestre 2017 (voir tableau 5.1). Leur taux de croissance est ainsi resté généralement stable depuis 2016, dans un contexte marqué par des taux hypothécaires historiquement bas (voir graphique 5.13).

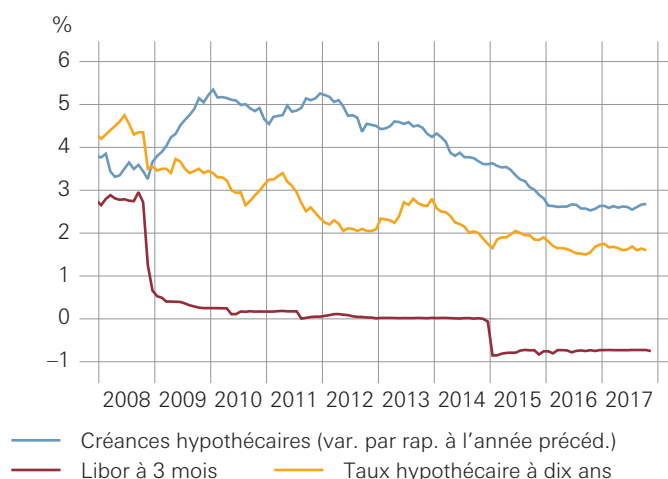
Au troisième trimestre, les autres crédits ont dépassé de 2,3% leur niveau du troisième trimestre 2016. Abstraction faite des fluctuations à court terme, le volume des autres crédits évolue toutefois toujours pratiquement au même niveau qu'il y a dix ans.

### Hausse du ratio crédits bancaires/PIB

La croissance soutenue des crédits bancaires ces dix dernières années se reflète dans le rapport entre ces crédits et le PIB nominal (voir graphique 5.14). Après une hausse marquée dans les années 1980, ce ratio s'était stabilisé jusqu'en 2008. Il a de nouveau sensiblement progressé depuis le début de la crise financière et économique. Malgré l'affaiblissement de la croissance des crédits à partir de 2015, les crédits bancaires continuent à croître plus fortement que le PIB nominal. Les risques qui pèsent sur la stabilité financière en raison de la hausse du ratio crédits bancaires/PIB restent donc présents.

Graphique 5.13

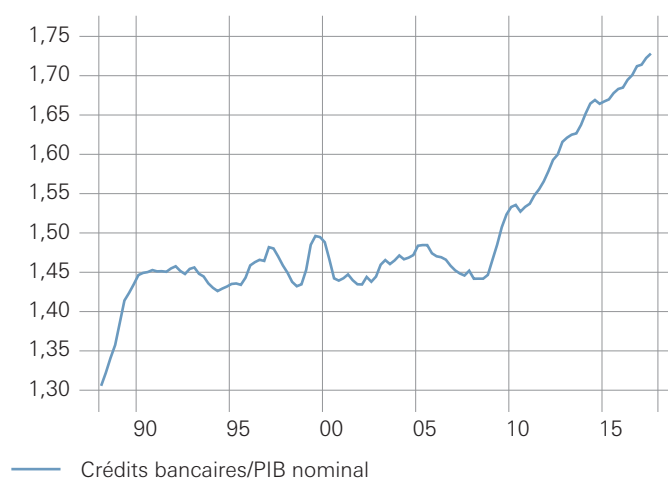
### CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET LIBOR À 3 MOIS



Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.14

### RATIO CRÉDITS BANCAIRES/PIB



Source: BNS.

---

# 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.

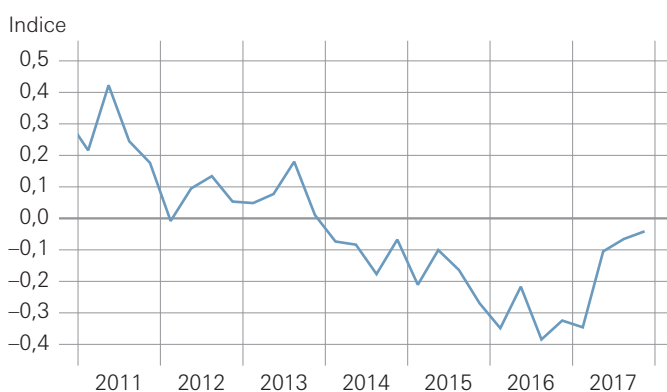
Les difficultés de recrutement se sont accrues au quatrième trimestre, en particulier dans les services. Outre l'amélioration de la situation sur le marché du travail suisse, les interlocuteurs constatent également un recul des candidatures en provenance d'Allemagne, d'Autriche et d'Italie. Cela s'explique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

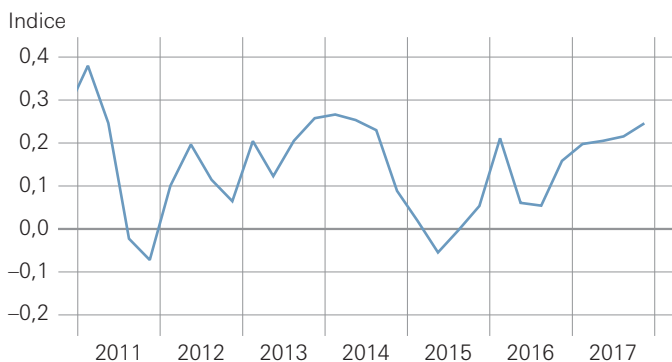
Il en va de même dans la branche des technologies de l'information et de la communication, qui continue à présenter une évolution positive en affichant des chiffres d'affaires nettement supérieurs à ceux enregistrés le trimestre précédent et un an auparavant. La numérisation, l'automatisation et la réglementation 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.

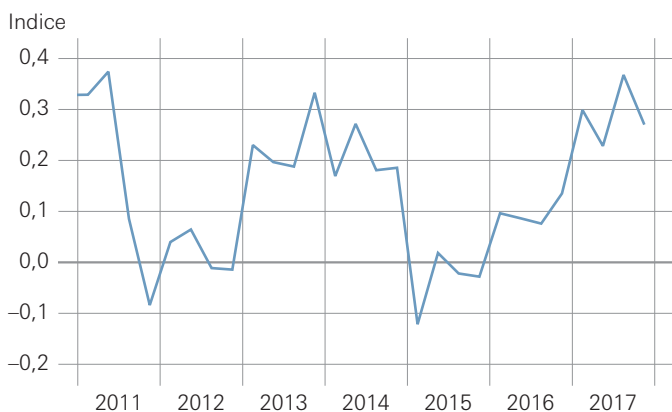
Dans la construction, la marche des affaires demeure dynamique, tant dans le secteur principal que dans le second œuvre. La construction de logements est le principal moteur. Les marges subissent néanmoins de vives pressions en raison de l'âpre concurrence. Dans le bâtiment, cette situation est souvent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

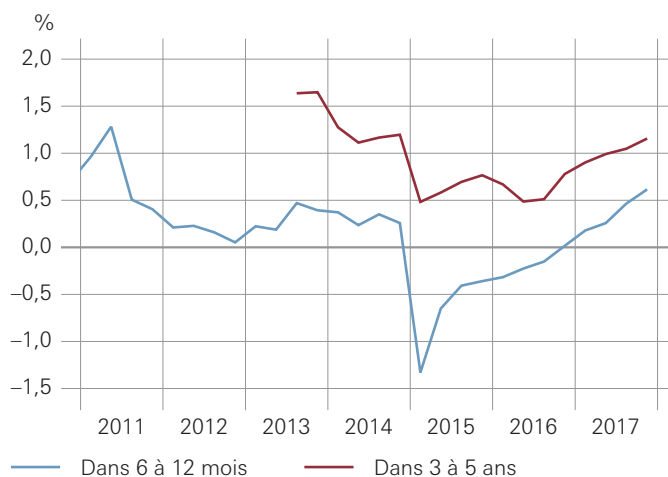
Les délégués de la BNS mènent des entretiens trimestriels avec des décideurs économiques de toute la Suisse. Les *Signaux conjoncturels* constituent un condensé des principaux résultats de ces entretiens.

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'agrèger 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. Belwag 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 Informatic 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 Mobiliar. 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. Kestenholtz 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. Metaltex 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. Pfefferlé & 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 Privabank 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. Schlagenhauf 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 Neuchâteloise 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.

---

# Chronique monétaire

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



Décembre 2017

Lors de l'examen du 14 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à  $-0,75\%$  et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. L'affaiblissement du franc reflète le fait que les valeurs refuges sont actuellement moins recherchées. La situation sur le marché des changes demeure toutefois fragile. Selon la BNS, le franc se maintient à un niveau élevé. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes restent nécessaires. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

Septembre 2017

Lors de l'examen du 14 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à  $-0,75\%$  et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc se maintient à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.

Juin 2017

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

Mars 2017

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

Décembre 2016

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

Décembre 2016

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

### 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.

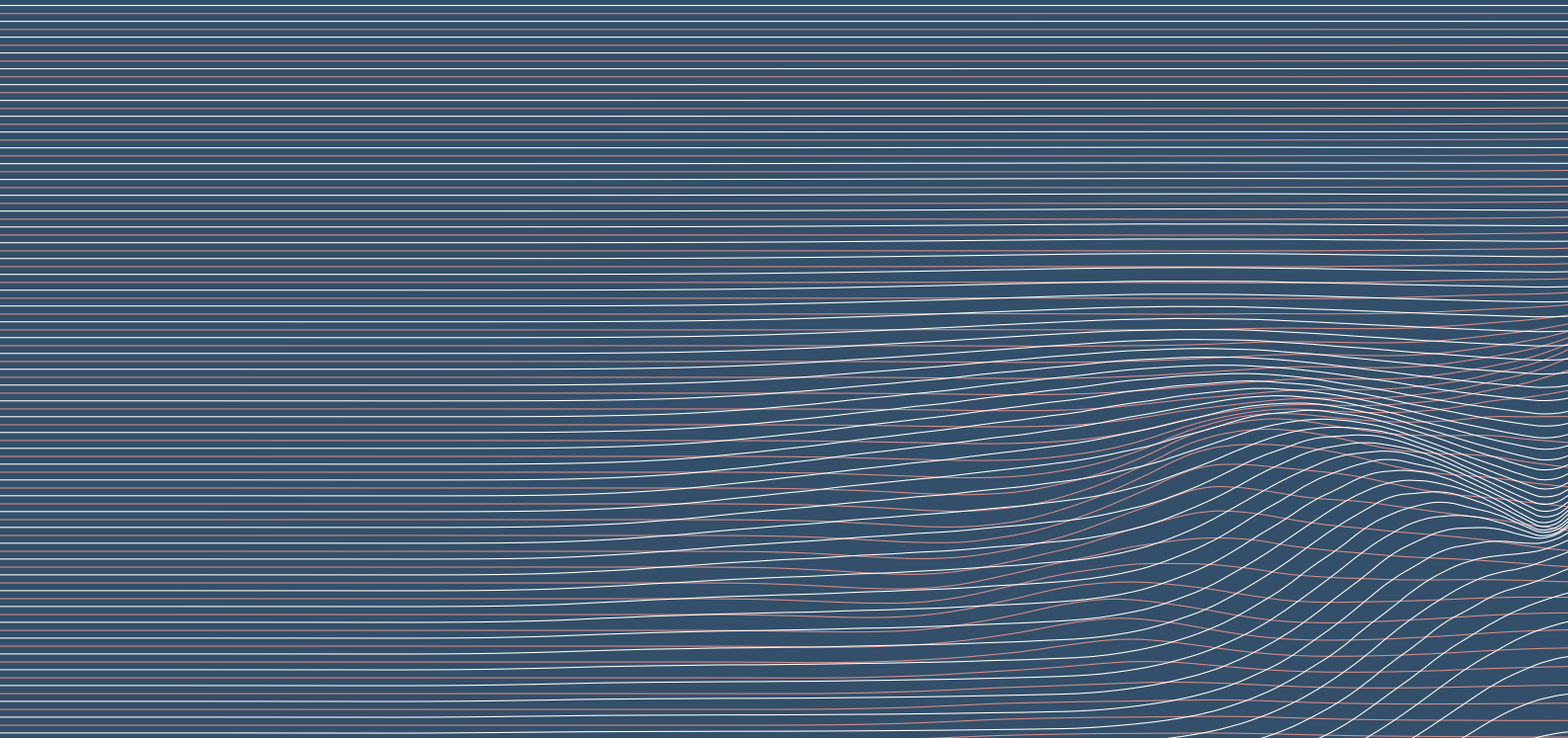
Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

### 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





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

