

---

Bulletin trimestriel  
4/2015 Décembre

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





---

Bulletin trimestriel  
4/2015 Décembre

33<sup>e</sup> année



---

# Table des matières

	Page
<b>Rapport sur la politique monétaire</b>	<b>4</b>
1 Décision de politique monétaire du 10 décembre 2015	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	18
5 Evolution monétaire	22
<b>Tendances conjoncturelles</b>	<b>28</b>
Remerciements	32
<b>Chronique monétaire</b>	<b>36</b>

---

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de décembre 2015 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 10 décembre 2015) 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 10 décembre 2015. 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 10 décembre 2015

### Poursuite de la politique monétaire expansionniste

La Banque nationale suisse (BNS) maintient sa politique monétaire expansionniste. La marge de fluctuation du Libor à trois mois reste comprise entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement détenus à la BNS demeure fixé à  $-0,75\%$ . Malgré un certain recul au cours des derniers mois, le franc est toujours nettement surévalué. Le taux négatif ainsi que l'écart entre les taux suisses et les taux étrangers rendent le franc moins attrayant et contribuent à l'affaiblir davantage. Dans le même temps, la BNS reste prête à intervenir sur le marché des changes, afin d'influer au besoin sur l'évolution du cours du franc. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à réduire la pression sur le franc. La politique monétaire de la BNS aide ainsi à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique.

Dans l'ensemble, la nouvelle prévision d'inflation conditionnelle n'a guère changé par rapport à celle de septembre (voir graphique 1.1). A court terme, elle est légèrement supérieure à celle du trimestre précédent et montre que l'inflation a atteint son niveau le plus faible au trimestre dernier. A moyen terme, le léger assombrissement des perspectives de l'économie mondiale tire la prévision d'inflation quelque peu vers le bas par rapport à celle de septembre. Pour l'année en cours, l'inflation devrait

s'inscrire à  $-1,1\%$ . Cette valeur est supérieure de 0,1 point à celle du précédent examen trimestriel. Pour 2016, la BNS table, comme en septembre, sur une inflation de  $-0,5\%$ . Pour 2017, la prévision s'inscrit désormais à  $0,3\%$ , au lieu de  $0,4\%$  auparavant (voir tableau 1.1). La prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à  $-0,75\%$  pendant les trois prochaines années.

Au troisième trimestre, la croissance de l'économie mondiale est demeurée en-deçà des prévisions de la BNS. Cela tient en premier lieu à la faiblesse de la conjoncture industrielle au niveau international et au manque de dynamisme du commerce mondial. En revanche, le secteur des services a connu une évolution positive dans la plupart des pays grâce à une demande intérieure robuste.

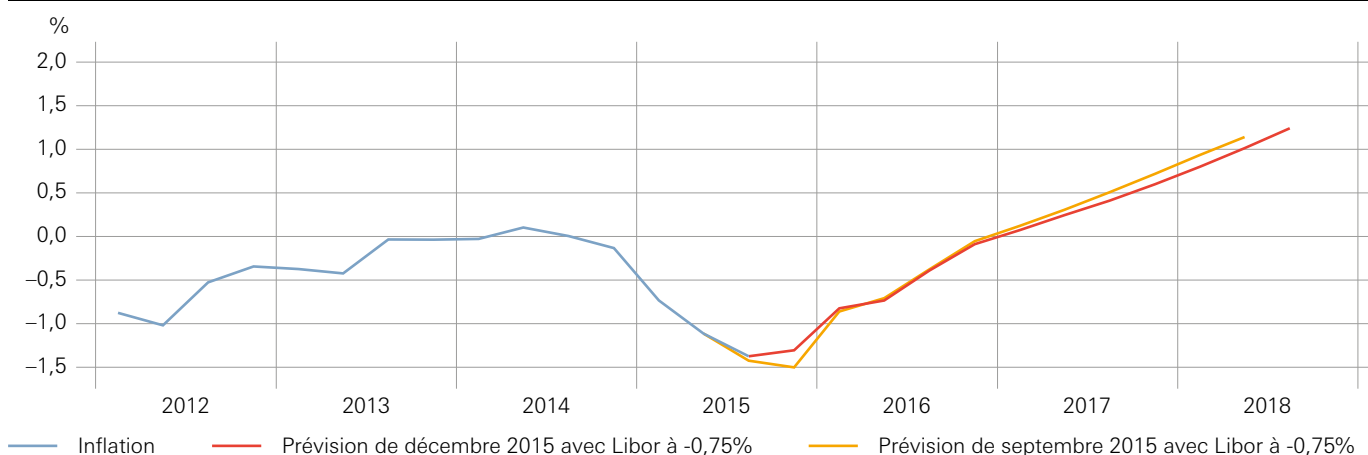
La BNS a légèrement abaissé sa prévision de croissance à court terme pour l'économie mondiale. Dans l'ensemble, elle considère les perspectives économiques mondiales avec un optimisme prudent. Cependant, la situation présente toujours des risques considérables. Il est possible que la mutation structurelle en Chine continue de peser sur la conjoncture industrielle et sur les investissements à l'échelle mondiale. Les faiblesses structurelles de l'Europe ainsi que les préoccupations actuelles au sujet de la sécurité publique pourraient également entraver l'activité économique.

Le ralentissement de la croissance mondiale s'est aussi répercuté sur la Suisse. D'après la première estimation officielle, le produit intérieur brut (PIB) a stagné au troisième trimestre. Ainsi, la performance économique annoncée est en-dessous des attentes. L'analyse approfondie d'un grand nombre d'indicateurs fait plutôt apparaître une légère amélioration de la conjoncture. Néanmoins, l'utilisation des capacités de production de l'économie suisse demeure insatisfaisante, et la demande de main-d'œuvre, modeste.

Graphique 1.1

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 2015

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



Source: BNS.

Pour 2015, la BNS prévoit toujours que la croissance du PIB suisse s'établira à près de 1% en termes réels. Le redressement progressif de la conjoncture mondiale devrait continuer de consolider la demande extérieure de biens et de services suisses. La demande intérieure devrait elle aussi demeurer robuste. Pour 2016, la BNS s'attend à une croissance d'environ 1,5%.

Ces derniers mois, le volume des prêts hypothécaires et les prix immobiliers dans le segment des logements occupés par leur propriétaire ont progressé à peu près au même rythme que les fondamentaux. Les déséquilibres persistent donc sur ces marchés. La BNS continuera d'observer attentivement les développements sur les marchés hypothécaire et immobilier. Elle examinera régulièrement si le niveau du volant anticyclique de fonds propres doit être adapté.

### 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 en francs.

Tableau 1.1

### INFLATION OBSERVÉE, DÉCEMBRE 2015

	2012				2013				2014				2015				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Inflation	-0,9	-1,0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-1,1	-1,4		-0,7	-0,2	0,0

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 2015

	2015				2016				2017				2018				2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prévision de septembre 2015, avec Libor à -0,75%			-1,4	-1,5	-0,9	-0,7	-0,4	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,7	0,9	1,1			-1,2	-0,5	0,4
Prévision de décembre 2015, avec Libor à -0,75%			-1,3	-0,8	-0,7	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,6	0,8	1,0	1,2			-1,1	-0,5	0,3

Source: BNS.



## 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

La croissance mondiale a été plus modérée que prévu au troisième trimestre. Cette évolution tient en premier lieu à la faiblesse de l'activité industrielle et au manque de dynamisme du commerce international (voir graphique 2.1).

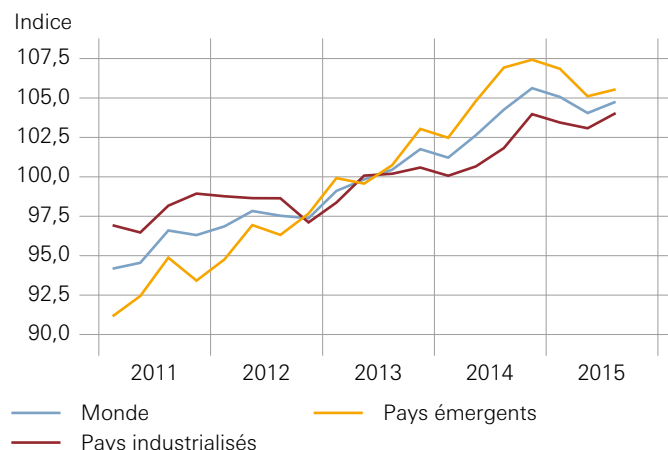
La conjoncture reste très faible dans certains grands pays émergents tels que la Russie et le Brésil. De plus, l'activité industrielle s'est sensiblement ralentie en Chine depuis le début de l'année en raison du changement structurel. Ce fléchissement a freiné l'activité dans l'industrie manufacturière sur le plan international et a contribué au recul des prix des matières premières. Dans un tel contexte, les investisseurs font preuve de retenue dans le monde entier. Les économies fortement dépendantes du commerce international et les pays exportateurs de matières premières ont, au troisième trimestre, particulièrement souffert de cette évolution.

Contrairement à l'industrie, le secteur des services a encore enregistré une évolution favorable dans la plupart des pays, du fait d'une demande intérieure robuste. Soutenue par le recul des prix de l'énergie et par une nouvelle amélioration des conditions sur le marché du travail, la consommation des ménages a rebondi, en particulier aux États-Unis et en Europe.

Graphique 2.1

### EXPORTATIONS MONDIALES

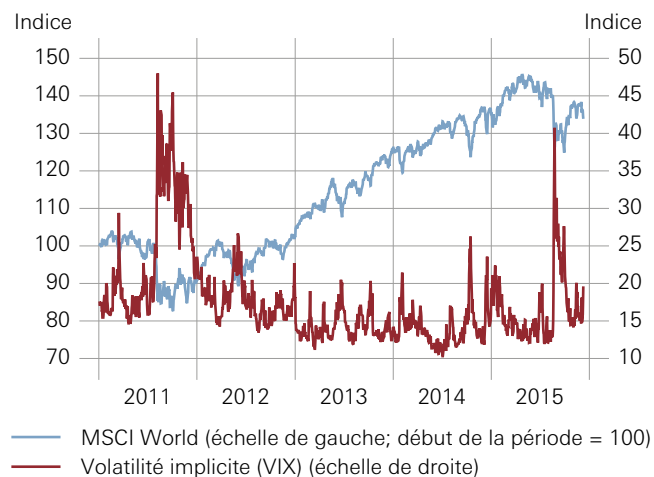
Moyenne de la période = 100



Sources: CPB et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

### MARCHÉS DES ACTIONS



Source: Thomson Reuters Datastream.

Tableau 2.1

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

	2011	2012	2013	2014	Scénario	
					2015	2016
<b>PIB, variation en % par rapport à l'année précédente</b>						
Economie mondiale <sup>1</sup>	4,0	3,1	3,3	3,5	3,3	3,7
États-Unis	1,6	2,2	1,5	2,4	2,4	2,6
Zone euro	1,6	-0,9	-0,3	0,9	1,5	1,8
Japon	-0,4	1,7	1,4	-0,1	0,6	1,1
<b>Prix du baril de pétrole en USD</b>	111,4	111,7	108,7	99,0	53,6	48,0

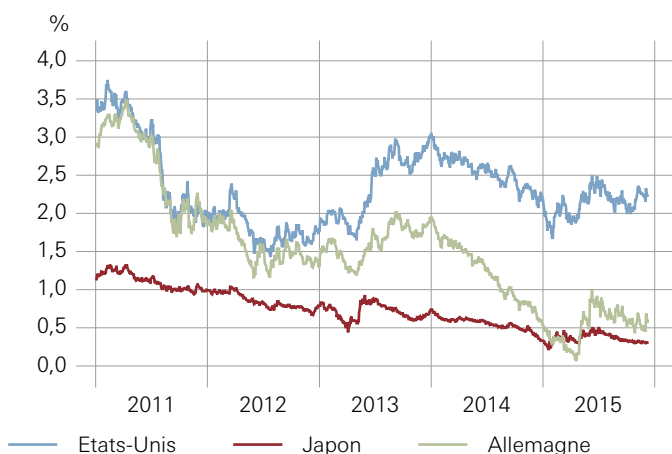
<sup>1</sup> Pondération PPA (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon, Chine, Corée du Sud, Brésil et Russie).

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

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

Titres d'Etat à 10 ans

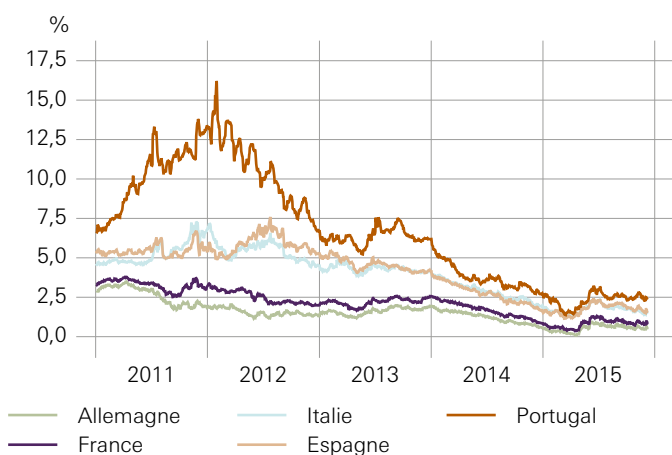


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

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

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.5

**COURS DE CHANGE**

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



Source: Thomson Reuters Datastream.

La BNS a revu légèrement à la baisse sa prévision de croissance à court terme pour l'économie mondiale. En revanche, les perspectives à moyen terme demeurent inchangées. La reprise modérée dans les pays industrialisés devrait se poursuivre dans l'ensemble grâce aux politiques monétaires très expansionnistes, au bas niveau des prix de l'énergie et à la légère impulsion fournie par les politiques budgétaires. Ce contexte devrait favoriser une hausse du renchérissement.

Les prévisions de croissance restent entachées de risques importants. Le changement structurel en Chine pourrait continuer à peser sur la conjoncture industrielle mondiale et sur les investissements. En outre, des faiblesses structurelles subsistent en Europe. Les préoccupations récentes relatives à la sécurité publique pourraient aussi avoir un impact négatif sur l'évolution économique.

Pour établir ses prévisions, la BNS se fonde sur des hypothèses concernant le prix du pétrole et le cours de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 48 dollars des Etats-Unis le baril de Brent et d'un cours de 1,08 dollar pour 1 euro. Ces deux données correspondaient, au moment de l'établissement du scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

**MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES**

A la suite des turbulences qui ont secoué les marchés financiers et les marchés des matières premières en été, les marchés des actions mondiaux ont commencé à se redresser à partir de début octobre. Les données positives du marché de l'emploi aux Etats-Unis, l'apaisement des inquiétudes relatives à la croissance en Chine et les attentes des marchés quant à un nouvel assouplissement de la politique monétaire dans la zone euro ont contribué à cette reprise. Début décembre, le MSCI World, l'indice mondial du marché des actions, se situait néanmoins encore environ 7% sous son niveau record du mois d'avril. La volatilité implicite des actions américaines (VIX), qui est calculée d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés, s'est normalisée après avoir atteint en août des niveaux qui n'avaient plus été enregistrés depuis 2011 (voir graphique 2.2).

Dans ce contexte, les rendements des titres d'Etat à long terme ont diminué dans la plupart des pays membres de la zone euro (voir graphique 2.4). Aux Etats-Unis et au Japon, ils ont stagné (voir graphique 2.3).

La divergence des attentes concernant les politiques monétaires aux Etats-Unis et dans la zone euro a marqué l'évolution sur le marché des devises. Le dollar des Etats-Unis s'est apprécié, car les marchés financiers tablaient sur un relèvement du taux directeur en décembre, tandis que l'euro s'est affaibli. Le yen est quant à lui resté stable (voir graphique 2.5).

Dans l'ensemble, les prix des matières premières ont poursuivi leur repli (voir graphique 2.6). Etant donné le niveau élevé des stocks et la demande modeste, le prix du baril de Brent est tombé à son plus bas niveau depuis début 2009. Les prix des métaux industriels également n'ont depuis des années plus été aussi bas. Ceux des denrées alimentaires ont par contre stagné.

## ÉTATS-UNIS

Aux Etats-Unis, la conjoncture a perdu de sa vigueur au troisième trimestre. A la suite d'une réduction des stocks, le PIB a crû de 2,1% au troisième trimestre, alors qu'il avait progressé de 3,9% durant la période précédente (voir graphique 2.7). Soutenue par le bas niveau des prix de l'essence et par une hausse robuste de l'emploi, la consommation privée a poursuivi son évolution positive. Le taux de chômage a baissé en novembre pour s'établir à 5% (voir graphique 2.10). La diminution de la part des postes à temps partiel témoigne aussi de la reprise sur le marché de l'emploi. Dans l'ensemble, les capacités restent toutefois légèrement sous-utilisées sur ce marché.

A court terme, la croissance économique devrait reprendre. La progression de l'emploi continue à stimuler la consommation privée et la construction de logements. En outre, l'augmentation des recettes fiscales devrait se traduire par un accroissement des dépenses publiques. L'appréciation du dollar des Etats-Unis et la faiblesse de la demande étrangère continuent toutefois à freiner l'activité industrielle. Compte tenu du ralentissement observé au deuxième semestre, la BNS a abaissé ses prévisions de croissance économique pour 2015 et 2016 à respectivement 2,4% et 2,6% (voir tableau 2.1).

En raison du bas niveau des prix du pétrole, la progression des prix à la consommation aux Etats-Unis est restée proche de zéro ces derniers mois. En revanche, l'inflation sous-jacente a légèrement augmenté pour atteindre 1,9% en octobre (voir graphiques 2.11 et 2.12).

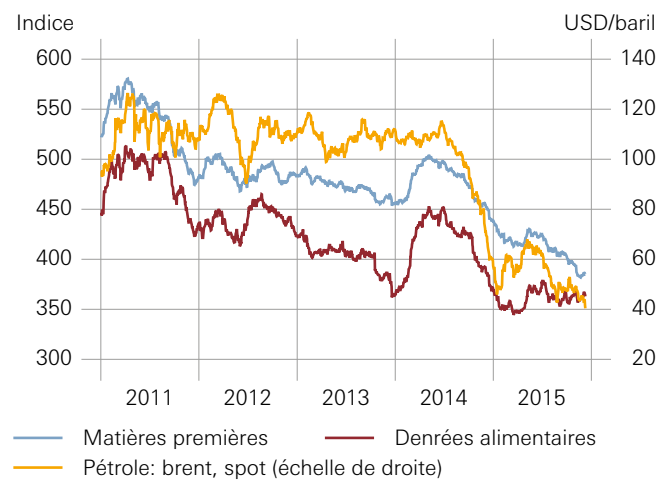
La Réserve fédérale a maintenu à 0%-0,25% la marge de fluctuation de son taux directeur en octobre (voir graphique 2.13). Elle a toutefois clairement indiqué qu'une nouvelle amélioration sur le marché du travail et les signes d'une hausse de l'inflation exigeraient une normalisation progressive en décembre. Néanmoins, elle considère toujours que la situation économique des Etats-Unis nécessitera pendant un certain temps encore des taux d'intérêt plus bas que d'ordinaire, même une fois que l'objectif de la stabilité des prix et celui du plein emploi auront été atteints.

## ZONE EURO

Dans la zone euro, la reprise conjoncturelle s'est poursuivie à un rythme moins vigoureux. Le PIB a augmenté de 1,2% au troisième trimestre, demeurant encore légèrement inférieur au niveau atteint début 2008, avant l'éclatement de la crise. La croissance a été soutenue par le marché

Graphique 2.6

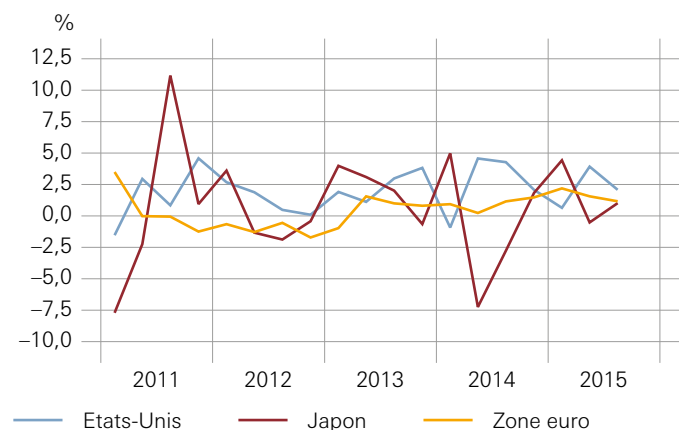
### PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES



Graphique 2.7

### PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

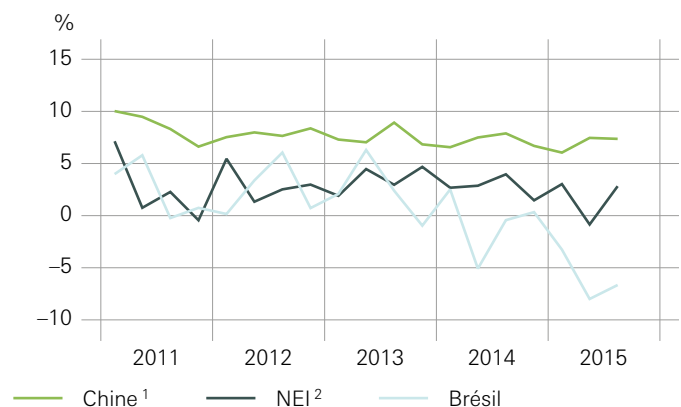
Variation par rapport à la période précédente



Graphique 2.8

### PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

Variation par rapport à la période précédente

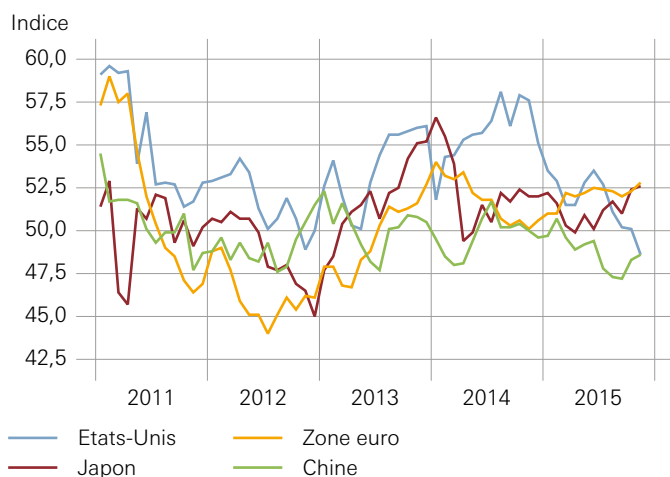


1 Estimation BNS.

2 Pondération PPA (Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour).

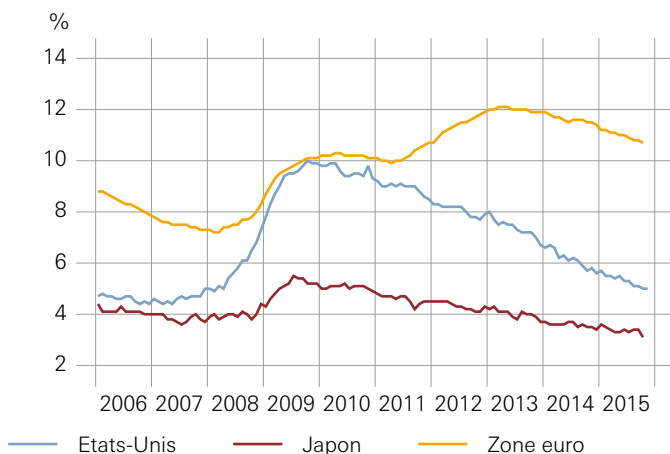
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

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

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

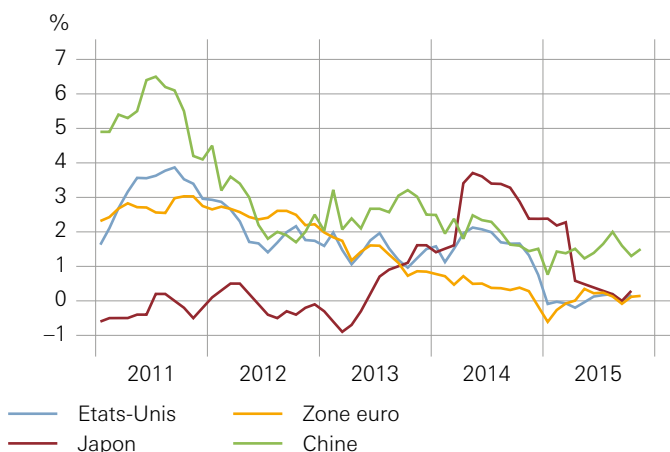
**TAUX DE CHÔMAGE**

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.11

**PRIX À LA CONSOMMATION**

Variation par rapport à l'année précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

intérieur: la consommation privée a quelque peu gagné en vigueur, ce qui a contribué à un regain de confiance dans le commerce de détail. En revanche, les exportations n'ont que faiblement progressé après la forte expansion aux trimestres précédents. En conséquence, la création de valeur a stagné dans l'industrie. Le taux de chômage a continué de reculer dans la zone euro.

La politique monétaire expansionniste, la faiblesse de l'euro et le bas niveau des prix des matières premières donnent encore des impulsions positives à la conjoncture. Dans l'ensemble, la politique budgétaire devrait soutenir légèrement l'activité économique en 2016, surtout dans un contexte de flux migratoires élevés vers l'Europe. Divers facteurs empêchent cependant une croissance plus vigoureuse. L'évolution économique modérée dans les pays émergents devrait freiner la demande étrangère et les investissements. Dans quelques pays membres de la zone euro, l'assainissement des finances publiques et la mise en œuvre de réformes favorisant la croissance constituent toujours des défis majeurs. S'y ajoutent les inquiétudes quant à la sécurité publique. Pour la zone euro, la BNS maintient sa prévision de croissance à 1,5% pour 2015, mais l'abaisse quelque peu pour 2016, tablant désormais sur un taux de 1,8% (voir tableau 2.1).

La hausse des prix à la consommation dans la zone euro reste inférieure au niveau de 2% visé par la Banque centrale européenne (BCE). Compte tenu des bas prix de l'énergie, l'inflation annuelle a oscillé autour de zéro au cours des derniers mois et s'est établi à 0,1% en novembre (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente est restée presque inchangée à 0,9% (voir graphique 2.12).

Dans ce contexte, la BCE a pris de nouvelles mesures d'assouplissement en décembre. Elle a abaissé le taux de la facilité de dépôt de 10 points de base, le ramenant à -0,3%. De plus, le programme d'achats d'actifs, commencé en mars, devrait être prolongé de six mois, soit jusqu'en mars 2017, et comprend désormais également des titres émis par des administrations régionales et locales. La BCE réinvestit aussi les montants découlant des remboursements échus. Elle a en outre promis aux banques de mettre à leur disposition des liquidités en quantité illimitée dans le cadre de ses opérations de refinancement au moins jusqu'à fin 2017.

**JAPON**

L'évolution de la croissance japonaise est restée volatile. Après un recul au deuxième trimestre, le PIB a progressé au troisième trimestre (voir graphique 2.7). La dynamique industrielle a certes accusé un repli inattendu, mais la demande finale des ménages est repartie à la hausse, soutenue par la consommation privée et par l'essor du tourisme en provenance d'Asie.

Dans l'ensemble, la conjoncture nipponne demeure fragile. Ces derniers mois, les craintes suscitées par le ralentissement de la croissance en Chine ont pesé sur le climat des affaires. Néanmoins, les récents signaux émanant de l'industrie exportatrice sont encourageants. Globalement, le climat reste bon dans le secteur des services. Le taux de chômage a chuté en octobre à son plus bas niveau depuis 1995 (voir graphique 2.10). Dans ce contexte, il faut s'attendre à ce que les salaires progressent peu à peu dans l'ensemble de l'économie et soutiennent la consommation privée.

Ces derniers mois, la hausse des prix à la consommation est restée proche de zéro, dans le sillage du recul des prix de l'énergie. En octobre, le renchérissement annuel s'établissait à 0,3% (voir graphique 2.11). Hors énergie et denrées alimentaires, il s'inscrivait néanmoins à 0,8% (voir graphique 2.12). Les anticipations d'inflation à plus long terme ont accusé un léger repli ces derniers mois, restant ainsi en deçà de l'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon. Depuis qu'elle a assoupli sa politique monétaire fin octobre 2014, cette dernière a continué de mener une politique axée sur l'accroissement de la base monétaire (voir graphique 2.14).

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

L'évolution conjoncturelle est restée très contrastée dans les économies émergentes. Le PIB de la Chine a, contre toute attente, continué à afficher une croissance robuste au troisième trimestre (voir graphique 2.8). Celle-ci a traduit une évolution favorable de la création de valeur dans le secteur des services, tandis que l'activité industrielle s'est encore ralentie. Le PIB a poursuivi sa progression solide en Inde, a stagné en Russie et s'est à nouveau fortement contracté au Brésil.

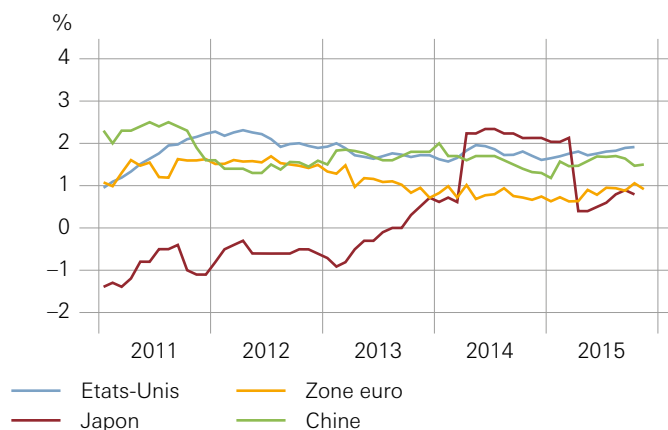
En Chine, l'objectif de croissance d'environ 7% visé par le gouvernement pour cette année est en passe d'être atteint. Les diverses mesures de relance économique, dont l'assouplissement de la politique monétaire, la promotion de projets d'infrastructure et l'abaissement récent de la TVA pour les voitures de petite taille, soutiendront la conjoncture ces prochains trimestres. En outre, le gouvernement chinois a communiqué son nouvel objectif de croissance pour les cinq prochaines années. Il cible un taux d'au moins 6,5% par an, ce qui permettra au pays d'atteindre d'ici 2020 l'objectif visé consistant en un doublement de la performance économique par rapport à 2010. Toutefois, les fortes surcapacités et l'endettement dans l'industrie et la construction recèlent encore des risques importants.

Pour ce qui est de l'Inde, la BNS s'attend, à court terme, toujours à une croissance proche du potentiel (environ 7%). Les retards dans la mise en œuvre de réformes économiques induits par des désaccords politiques comportent de faibles risques de dégradation. L'économie russe devrait peu à peu se redresser au cours des prochains trimestres grâce à la stabilisation des prix de l'énergie. Au Brésil, la diminution du revenu réel due à l'inflation élevée, une

Graphique 2.12

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

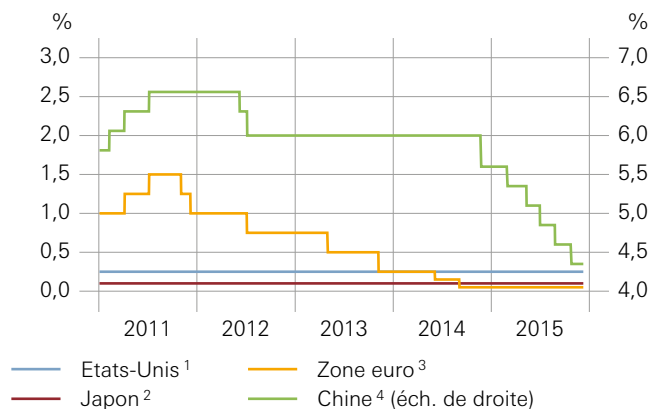
Variation par rapport à l'année précédente



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

Graphique 2.13

### TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS

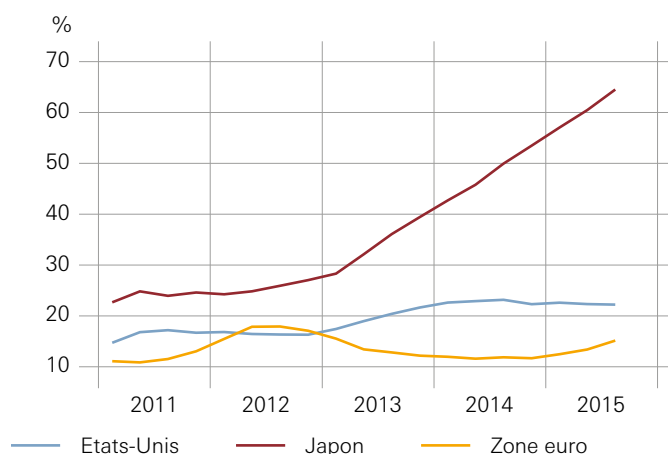


1 Taux des fonds fédéraux. 2 Taux cible au jour le jour. 3 Taux appliqué aux opérations principales de refinancement. 4 Taux des prêts à 1 an.  
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

### BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

politique monétaire et budgétaire rigide, une progression du chômage et des incertitudes politiques assombrissent les perspectives économiques.

L'inflation a également évolué de manière disparate dans les économies émergentes. En Chine, l'inflation annuelle n'a guère varié depuis le début de l'année et est restée inférieure à l'objectif de 3% que la banque centrale s'est fixé pour 2015 (voir graphique 2.11). En Inde, le renchérissement est resté stable (5%). Il est par contre demeuré très élevé au Brésil (10,5%) et en Russie (15%), du fait notamment de la faiblesse de la monnaie respective de ces deux pays.

La Banque populaire de Chine a de nouveau abaissé ses taux directeurs et le taux de réserves minimales en septembre et en octobre. Le taux d'emprunt à 1 an s'est ainsi inscrit à un plancher de 4,35% (voir graphique 2.13). La banque centrale d'Inde a également réduit une nouvelle fois son taux directeur en septembre. Les banques centrales de Russie et du Brésil ont maintenu leur taux directeur respectif à un niveau élevé afin de lutter contre l'inflation et la dépréciation de leur monnaie.

# 3 Evolution économique en Suisse

Le ralentissement de la croissance économique mondiale s'est aussi répercuté sur la Suisse. D'après la première estimation officielle, le PIB a stagné au troisième trimestre. Ainsi, la performance économique annoncée est globalement en-dessous des attentes.

La production a été freinée par l'évolution défavorable de la création de valeur dans le commerce et les services financiers. En revanche, la création de valeur dans l'industrie manufacturière a globalement quelque peu progressé, mais l'évolution est très hétérogène selon les branches. De plus, la production d'énergie a marqué un recul inhabituellement fort, ce qui a constitué un facteur exceptionnel de nature non conjoncturelle.

Du côté de la demande, le tableau est un peu plus positif. La demande en biens d'équipement ainsi qu'en produits industriels semi-finis et intermédiaires a certes souffert de l'évolution étonnamment faible de la conjoncture industrielle mondiale. Mais la consommation privée comme publique, ainsi que les exportations, ont davantage progressé qu'au premier semestre. La demande finale s'est donc accrue plus fortement que le PIB. De plus, une série d'autres indicateurs montrent que la conjoncture s'est quelque peu améliorée.

Néanmoins, l'utilisation des capacités de production de l'économie suisse demeure insatisfaisante, et la demande de main-d'œuvre, modeste. Le taux de chômage en données corrigées des variations saisonnières est passé de 3,3% à 3,4% depuis septembre.

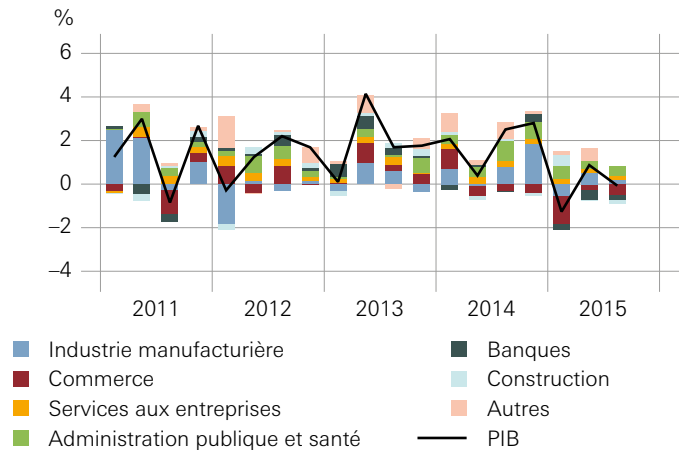
Les fortes baisses de prix consenties par de nombreuses entreprises exercent une pression importante sur leurs marges. Les mesures visant à réduire les coûts de production et à accroître l'efficacité commencent toutefois à déployer leurs effets. La reprise de la demande devrait contribuer à atténuer la pression sur les marges durant les prochains mois.

Il est prévisible que l'économie suisse croisse modérément au cours des prochains trimestres. Pour l'année 2015, la BNS table toujours sur une croissance de près de 1%. La reprise progressive de l'économie mondiale devrait dynamiser la demande extérieure de biens et de services suisses. La demande intérieure devrait également demeurer solide. Pour 2016, la BNS s'attend à une croissance d'environ 1,5%.

Graphique 3.1

## CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

Variation par rapport à la période précédente

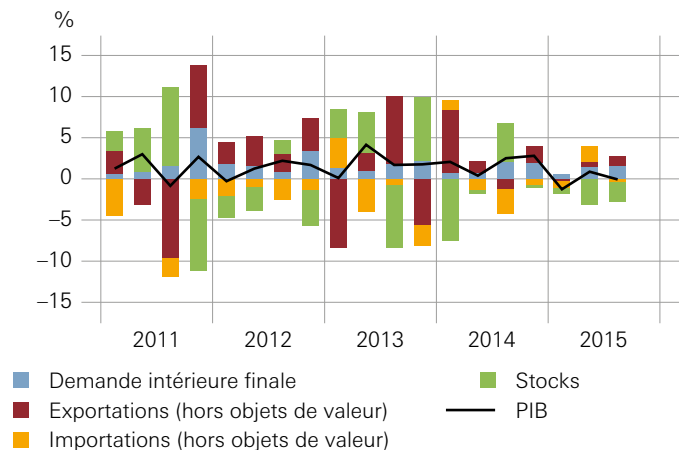


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

## DEMANDE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

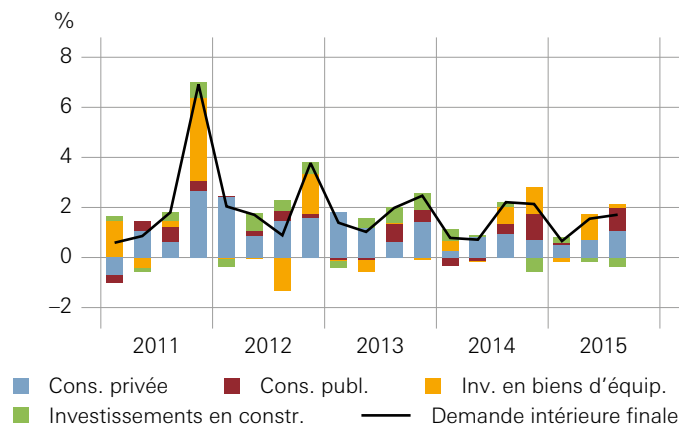


Source: SECO.

Graphique 3.3

## DEMANDE INTÉRIEURE FINALE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

## DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

### Stagnation au troisième trimestre

D'après la première estimation officielle, le PIB a stagné au troisième trimestre. La création de valeur a connu une évolution contrastée selon les branches (voir graphique 3.1). Elle a légèrement augmenté dans l'industrie et l'hôtellerie-restauration tandis qu'elle a reculé dans la construction, le commerce et les services financiers. En outre, la production d'énergie a enregistré au cours de l'été une baisse d'une ampleur inhabituelle.

Toutefois, l'analyse systématique des indicateurs économiques significatifs fait apparaître une légère amélioration de la croissance économique. Le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, par exemple, va dans ce sens.

### Solidité de la demande intérieure finale

La demande intérieure finale a poursuivi sa progression (voir graphique 3.3 et tableau 3.1). La consommation des ménages et celle des administrations publiques ont été les principaux moteurs de cette croissance. La consommation des ménages est soutenue par la persistance d'une forte immigration et par l'évolution favorable des revenus en termes réels. Les investissements en biens d'équipement se sont de nouveau accrus eux aussi, quoique légèrement. Les investissements en constructions, en revanche, poursuivent leur repli. L'activité de construction de logements affiche un net recul depuis la mi-2014.

### Légère croissance des exportations

Les exportations ont poursuivi leur progression au troisième trimestre; il en a de nouveau résulté une contribution positive de l'extérieur à la croissance du PIB (voir tableau 3.1). Cependant, cette hausse reflète surtout l'évolution favorable des exportations de produits chimiques et pharmaceutiques. De nombreuses branches exportatrices ont en revanche continué de souffrir du cours de change défavorable et du ralentissement du cycle industriel mondial, qui se traduit par la morosité du commerce international. Les importations ont légèrement augmenté dans l'ensemble.

Tableau 3.1

## PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2011	2012	2013	2014	2013	2014				2015		
					T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Consommation privée	0,8	2,7	2,2	1,3	2,4	0,5	1,3	1,5	1,1	0,8	1,2	1,7
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,1	2,1	1,3	1,3	3,7	-2,8	-1,0	3,0	8,6	0,4	-0,3	7,3
Investissements	4,3	2,9	1,2	2,1	2,2	3,3	0,1	3,4	1,6	0,4	3,3	-0,9
Construction	2,5	2,9	3,1	3,3	6,4	4,5	0,6	1,7	-5,6	2,7	-1,2	-3,7
Biens d'équipement	5,3	2,8	0,0	1,3	-0,5	2,5	-0,3	4,5	6,5	-1,1	6,3	0,9
Demande intérieure finale	1,9	2,7	1,8	1,5	2,5	0,8	0,7	2,2	2,1	0,7	1,6	1,7
Variation des stocks <sup>1</sup>	0,3	-1,0	0,7	-0,4	7,7	-7,5	-0,4	4,8	-0,5	-0,8	-3,1	-2,6
Exportations totales <sup>2</sup>	3,5	3,0	0,0	4,2	-10,5	14,9	2,9	-2,1	3,9	-0,4	1,4	2,4
Biens <sup>2</sup>	6,2	0,9	-2,3	5,1	-16,8	19,0	10,0	-7,0	3,2	2,7	0,9	4,3
Biens sans commerce de transit <sup>2</sup>	6,5	1,7	-1,0	4,0	-3,3	11,4	2,5	8,7	-2,3	-9,7	3,1	1,9
Services	-2,2	7,4	4,7	2,4	3,0	7,3	-10,0	8,4	5,5	-6,4	2,3	-1,3
Importations totales <sup>2</sup>	4,7	4,4	1,3	2,8	6,0	-2,8	3,2	7,3	1,6	2,0	-4,6	0,8
Biens <sup>2</sup>	3,1	2,3	0,7	1,7	13,8	-10,6	10,3	2,2	-6,5	2,1	-12,0	-0,1
Services	8,6	9,3	2,9	5,1	-9,2	16,4	-10,4	19,0	20,1	1,8	11,1	2,3
Commerce extérieur <sup>3</sup>	-0,1	-0,2	-0,6	1,0	-8,1	8,8	0,2	-4,2	1,4	-1,1	2,6	0,9
<b>PIB</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,1</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 ralentissement de l'activité économique enregistré depuis le début de l'année se répercute sur le marché du travail. L'emploi a stagné dans les derniers temps, et le chômage a de nouveau quelque peu augmenté. Les indicateurs avancés de l'emploi tels que la composante «emploi» du PMI et les enquêtes du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) laissent toutefois présager une stabilisation, à un niveau modéré, de la situation sur le marché du travail pour les prochains mois (voir graphique 3.12).

### Stagnation de l'emploi

Au troisième trimestre, le nombre de personnes recensées dans la statistique de la population active occupée a stagné en données corrigées des variations saisonnières. Néanmoins, cette évolution doit être analysée à la lumière de la forte hausse observée en 2014 (voir graphique 3.4).

En raison d'une révision de la statistique de l'emploi, aucune information relative à l'emploi au troisième trimestre n'est disponible actuellement (voir graphique 3.5). La publication de ces données par l'Office fédéral de la statistique (OFS) est différée.

### Légère progression du chômage

Le chômage a légèrement crû dans de nombreuses branches au cours des derniers mois. La progression a été un peu plus marquée dans l'industrie que dans les services. Fin novembre, en données corrigées des variations saisonnières, le nombre de chômeurs s'établissait à 147 000 personnes, soit un taux de 3,4% (voir graphique 3.6).

Graphique 3.4

### PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

Variation par rapport à la période précédente

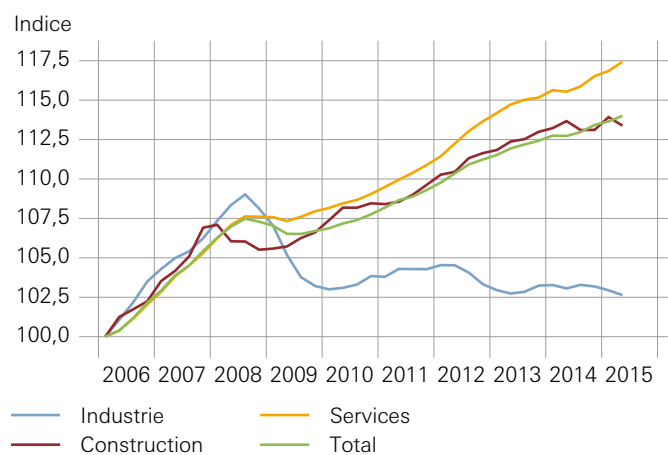


Source: Office fédéral de la statistique (OFS); correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.5

### EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

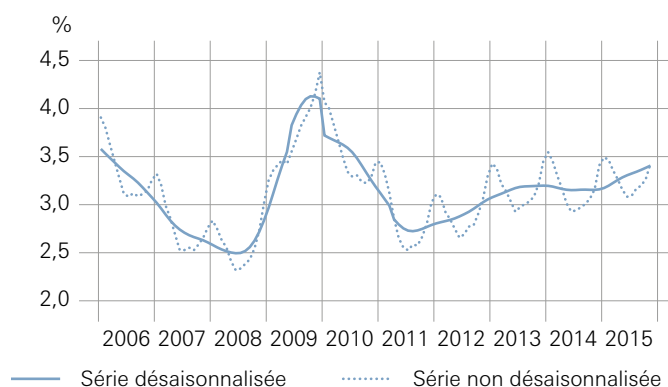
1<sup>er</sup> trimestre 2006 = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

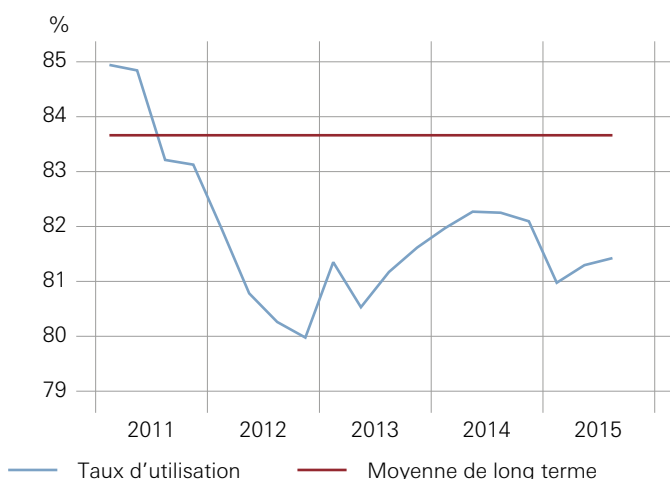
Graphique 3.6

### TAUX DE CHÔMAGE



Chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes) jusqu'en 2009 et d'après le recensement de la population de 2010 (4 322 899 personnes) à partir de 2010. Source: SECO.

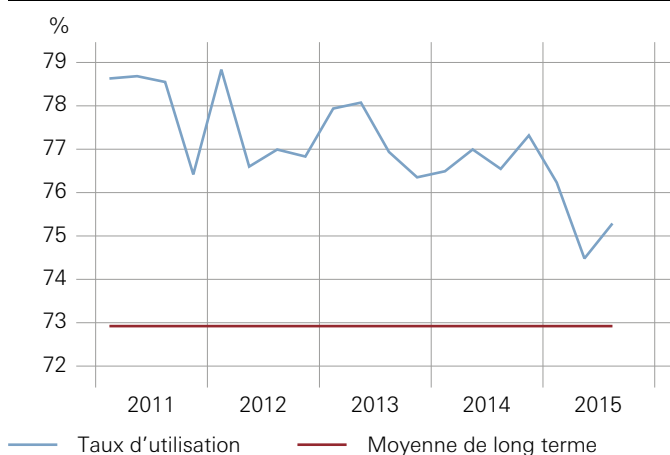
## UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF).

Graphique 3.8

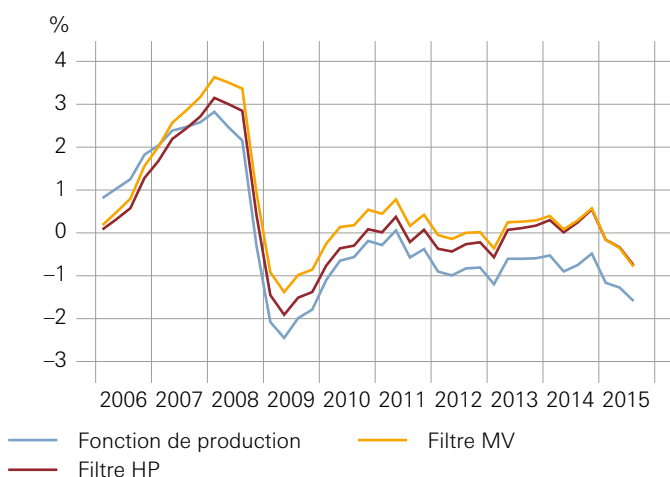
## UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

Graphique 3.9

## ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

## UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

## Sous-utilisation dans l'industrie

Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a légèrement augmenté au troisième trimestre, passant de 81,3% à 81,4%. Il demeure toutefois nettement inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.7). Dans la construction, le taux d'utilisation des machines a lui aussi connu une légère progression au troisième trimestre. Contrairement à l'industrie manufacturière, ce secteur continue de présenter un niveau supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Dans les services, les enquêtes indiquent un taux d'utilisation moyen.

## 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. En raison de la stagnation du PIB au troisième trimestre, l'écart de production a continué de se creuser. Si l'on prend pour référence le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart était de -1,6% au troisième trimestre contre -1,3% au trimestre précédent. Avec d'autres méthodes (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), l'écart obtenu est moins fortement négatif (voir graphique 3.9).

Cette différence tient à la méthode de calcul du potentiel de production. La méthode de la fonction de production tient compte de la situation sur le marché du travail et du stock de capital de l'économie. Etant donné que l'offre de main-d'œuvre, notamment, s'est constamment accrue ces dernières années (principalement du fait de l'immigration), le potentiel de production et, par conséquent, l'écart de production estimés selon cette méthode affichent des niveaux plus élevés que ceux établis à l'aide des méthodes basées sur des filtres exclusivement statistiques.

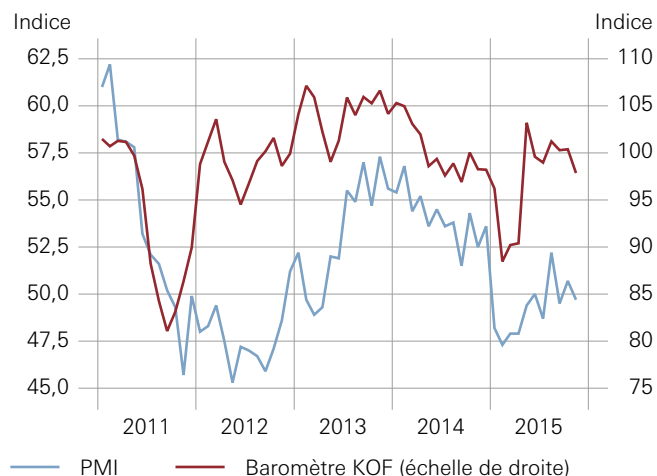
## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

Les modèles de prévision de la BNS, qui reposent sur les facteurs macroéconomiques caractéristiques et sur les indicateurs disponibles, laissent présager une croissance modérée du PIB au quatrième trimestre. Pour 2015, la BNS prévoit toujours une croissance de près de 1%.

Au cours de l'année 2016, la conjoncture devrait progressivement retrouver son dynamisme en Suisse. L'amélioration de la situation mondiale devrait favoriser les exportations. La demande intérieure devrait demeurer solide. Pour 2016, la BNS table sur une croissance du PIB de 1,5%.

Graphique 3.10

### INDICATEURS AVANCÉS

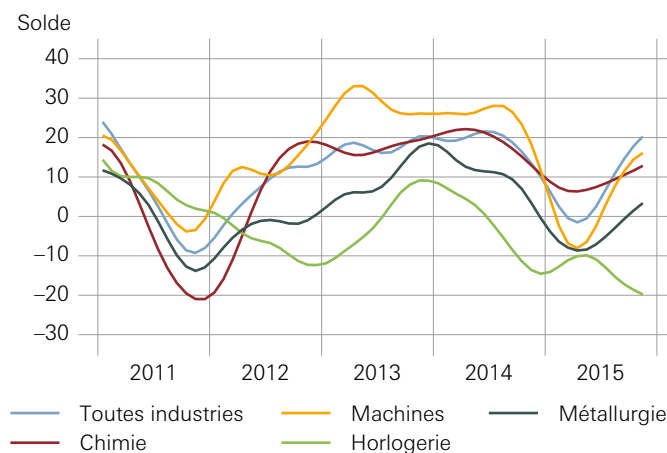


Sources: Credit Suisse et KOF.

Graphique 3.11

### ENTRÉES DE COMMANDES ATTENDUES

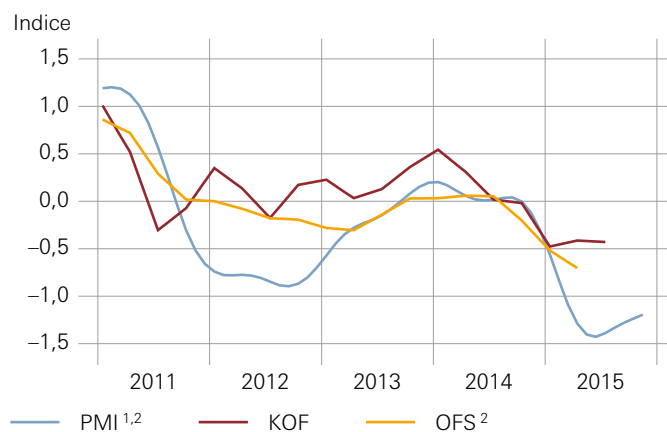
Composante tendance-cycle



Source: KOF.

Graphique 3.12

### INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI



1 Valeurs mensuelles.

2 Composante tendance-cycle: BNS.

Sources: Credit Suisse, KOF et OFS.

# 4

## Prix et anticipations d'inflation

Du côté des prix à la consommation, le taux de renchérissement annuel s'est maintenu au niveau de -1,4%. Il reste donc inférieur à la zone que la BNS assimile à la stabilité des prix. Pour ce qui est de l'inflation sous-jacente, les taux sont plus proches de zéro, mais également négatifs.

Le taux de renchérissement annuel est passé à un niveau inférieur à zéro en automne 2014 à la suite du fort recul des prix du pétrole. Il a poursuivi son fléchissement au premier semestre 2015 sous l'effet de l'appréciation du franc. Ces prochains mois, les valeurs en baisse de l'indice seront peu à peu écartées du calcul du taux. Compte tenu de cette évolution, le taux de renchérissement annuel devrait petit à petit se rapprocher de zéro courant 2016.

Les anticipations d'inflation à moyen et long terme sont demeurées en grande partie inchangées aux troisième et quatrième trimestres et restent donc dans la zone positive.

Sur le marché immobilier, les prix de l'immobilier résidentiel ont affiché une légère progression au troisième trimestre. La hausse des prix s'est certes nettement affaiblie ces deux dernières années, mais ce tassement n'a pas permis de résorber les déséquilibres des années précédentes. Les prix des logements se maintiennent à un niveau élevé.

### PRIX À LA CONSOMMATION

#### **Stabilisation du taux de renchérissement mesuré par l'IPC**

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) s'est maintenu à -1,4% entre août et novembre (voir tableau 4.1). La stabilisation tient au fait que le niveau de l'indice n'a plus baissé ces derniers mois. La suppression du cours plancher en janvier a pesé sur les prix, mais cet effet s'est peu à peu estompé.

Tableau 4.1

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

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2014	2014	2015			2015		
		T4	T1	T2	T3	Septembre	Octobre	Novembre
<b>IPC, indice total</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>
Biens et services suisses	0,4	0,4	0,5	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,3
Biens	0,3	0,2	0,0	-0,7	-1,0	-1,1	-0,9	-0,9
Services	0,4	0,5	0,6	0,5	0,3	0,3	0,1	-0,2
Services privés (hors loyers)	0,4	0,6	0,8	0,5	0,4	0,4	0,1	-0,4
Loyers	1,2	1,1	1,0	1,2	0,9	0,7	0,7	0,1
Services publics	-0,8	-1,2	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	0,0
Biens et services importés	-1,2	-1,6	-4,2	-4,8	-5,4	-5,5	-4,9	-4,4
Hors produits pétroliers	-1,0	-0,8	-1,5	-2,7	-3,1	-2,9	-2,7	-2,9
Produits pétroliers	-2,4	-6,7	-19,3	-16,6	-18,5	-20,0	-17,9	-13,5

Sources: BNS et OFS.

### Renchérissement: contribution négative des biens importés...

La contribution des biens importés au renchérissement annuel mesuré par l'IPC reste nettement négative.

Toutefois, les taux de renchérissement négatifs ont connu un tassement, en particulier pour ce qui concerne les produits pétroliers (voir graphique 4.1).

### ... et des biens suisses

La contribution des biens d'origine suisse au renchérissement annuel mesuré par l'IPC a progressivement diminué pour passer en zone négative en septembre. Cette évolution a été portée ces derniers mois par le renchérissement provenant des services, en particulier des loyers. Le taux de renchérissement des biens suisses est quant à lui resté relativement stable (voir graphique 4.2).

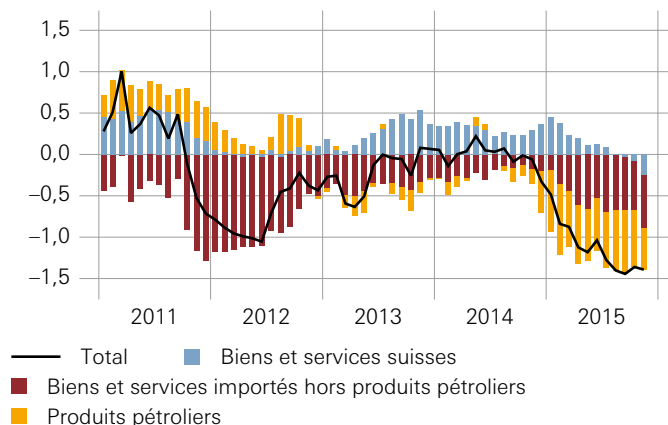
### Taux d'inflation sous-jacente toujours en baisse

Les taux d'inflation sous-jacente n'ont cessé de diminuer depuis janvier 2015 et se situent dans la zone négative depuis mars. En novembre, le taux d'inflation sous-jacente 1 de l'OFS (OFS1) et la moyenne tronquée de la BNS (TM15) étaient plus bas qu'en août (voir graphique 4.3).

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

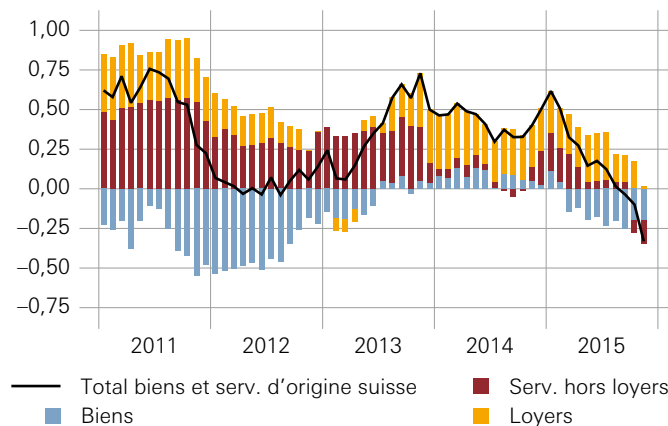


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

### IPC: BIENS ET SERVICES D'ORIGINE SUISSE

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

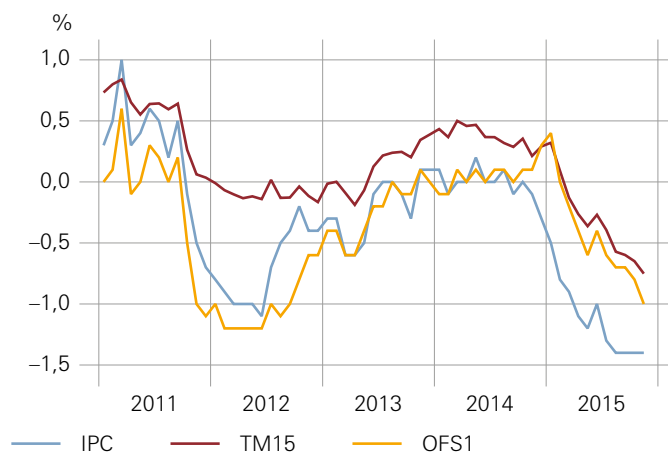


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

### INFLATION SOUS-JACENTE

Variation par rapport à l'année précédente

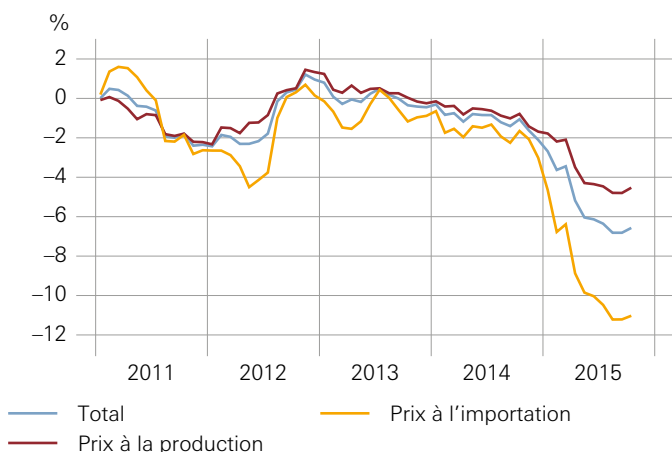


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.4

**PRIX DE L'OFFRE TOTALE**

Variation par rapport à l'année précédente

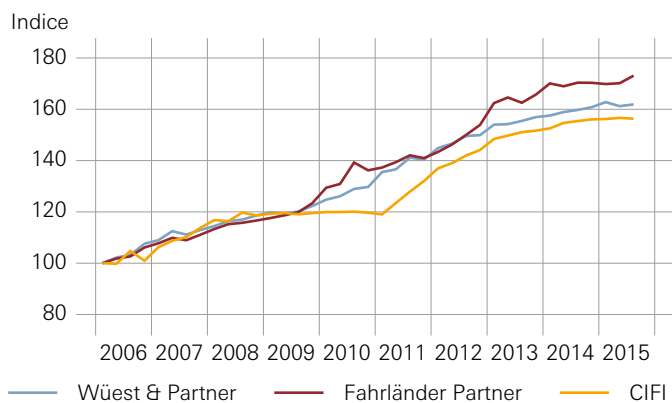


Source: OFS.

Graphique 4.5

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

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

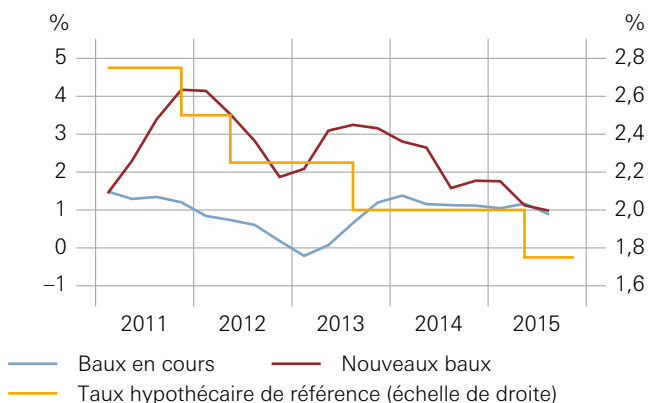


Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest &amp; Partner.

Graphique 4.6

**LOYERS DES LOGEMENTS ET TAUX D'INTÉRÊT DE RÉFÉRENCE**

En termes nominaux; variation par rapport à l'année précédente (échelle de gauche)



Sources: Office fédéral du logement (OFL), OFS et Wüest &amp; Partner.

**PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION****Stabilisation du taux de renchérissement pour les prix de l'offre**

Le niveau des prix de l'offre (prix à la production et prix à l'importation) enregistré cette année reste sensiblement inférieur à celui observé en 2014 (voir graphique 4.4). Cette situation traduit essentiellement le net repli qui a marqué l'évolution des prix du pétrole sur le marché mondial jusqu'en janvier 2015 et l'appréciation du franc consécutive à la suppression du cours plancher en janvier 2015. Depuis août, une légère hausse a été observée d'abord pour les prix à la production, puis pour les prix à l'importation, de sorte que leurs taux annuels, qui sont négatifs, ont cessé de reculer.

**PRIX DE L'IMMOBILIER****Légère augmentation des prix de l'immobilier résidentiel**

Selon la plupart des indices disponibles, les prix de l'immobilier résidentiel ont légèrement progressé au troisième trimestre tant pour les appartements en propriété par étage (voir graphique 4.5) que pour les maisons familiales.

La croissance des prix sur le marché de l'immobilier résidentiel s'est encore tassée depuis le début de l'année. Les prix se maintiennent toutefois à un niveau élevé.

**Ralentissement de la hausse des loyers**

La hausse des loyers a légèrement fléchi au troisième trimestre (voir graphique 4.6). Cette évolution a concerné à la fois les loyers entrant dans la composition de l'IPC – lesquels peuvent être considérés comme une référence pour les loyers des baux en cours – et les loyers des appartements proposés sur le marché (nouveaux baux) recensés par Wüest & Partner. Au troisième trimestre, les nouveaux baux comme les baux en cours dépassaient de 1% environ leur niveau de la même période de l'année précédente.

Le taux de logements vacants publié chaque année par l'OFS a encore augmenté au 1er juin 2015 pour atteindre son niveau le plus élevé (1,2%) depuis 2001. Cette hausse concerne à la fois les appartements proposés en location et ceux destinés à la vente. La part croissante d'appartements vacants sur le marché devrait se traduire par une pression à la baisse sur les loyers et sur les prix de l'immobilier.

## ANTICIPATIONS D'INFLATION

### Anticipations d'inflation stables

Les anticipations d'inflation mesurées au moyen d'enquêtes sont restées stables. Après le recul marqué du niveau des prix et des taux d'inflation entre l'automne 2014 et l'été 2015, une part croissante des personnes interrogées table sur une hausse des prix ou sur une progression du taux d'inflation dans les six ou douze prochains mois.

### Anticipations à court terme

Selon l'enquête menée en octobre par le SECO auprès des ménages, la part des personnes interrogées qui prévoient des prix plus élevés dans les douze prochains mois a augmenté à 45%. En revanche, la part des personnes s'attendant à ce que les prix baissent ou restent inchangés a diminué par rapport à l'enquête de juillet (voir graphique 4.7).

D'après le Credit Suisse ZEW Financial Market Report, les deux tiers des analystes interrogés escomptaient en novembre des taux d'inflation inchangés à un horizon de six mois (août 2015: 71%). La proportion d'analystes qui tablent sur une hausse était de 25%, contre 15% lors de l'enquête précédente, tandis que la part des tenants du scénario inverse (taux d'inflation plus fortement négatif) a diminué, passant de 15% à 9%.

Les entretiens menés par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale avec des entreprises de tous les secteurs économiques confirment cette stagnation des anticipations d'inflation. Au quatrième trimestre, les interlocuteurs estimaient, comme au trimestre précédent, que le taux d'inflation s'établirait à -0,4% dans les six à douze mois.

### Anticipations à moyen et long terme

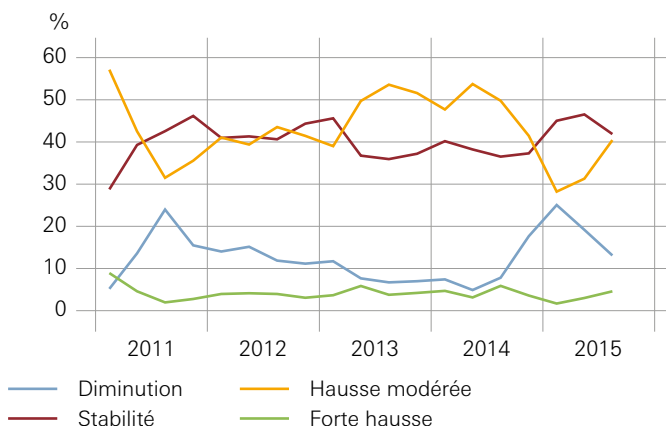
Les anticipations d'inflation à moyen terme sont également restées stables dans l'ensemble. D'après l'enquête effectuée par Deloitte auprès des directeurs financiers, ces derniers tablaient, au troisième trimestre, sur un taux d'inflation de 0,8% dans deux ans (contre 0,7% lors de l'enquête du trimestre précédent). Les entretiens menés par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale fournissent des résultats similaires. Au quatrième trimestre, les entreprises interrogées estimaient, comme au trimestre précédent, que le taux d'inflation serait de 0,6% à un horizon de trois à cinq ans.

Il ressort toujours des enquêtes sur les anticipations d'inflation à long terme que celles-ci n'ont guère été affectées par la suppression du cours plancher et qu'elles restent solidement ancrées.

Graphique 4.7

### ANTICIPATIONS D'ÉVOLUTION DES PRIX

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



Sources: BNS et SECO.

En janvier 2015, lorsque la BNS a supprimé le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro, il était prévisible que les politiques monétaires des principales zones monétaires allaient prendre des orientations divergentes. La BNS savait que cela aurait de fortes incidences sur le cadre monétaire international. Ces craintes se sont vérifiées, comme le montre très clairement l'évolution des relations de change entre le franc et différentes monnaies. Peu avant l'examen de la situation économique et monétaire de décembre 2015, le franc était pratiquement à son niveau de fin 2014 vis-à-vis du dollar des Etats-Unis. Par contre, il s'est apprécié d'environ 10% par rapport à l'euro depuis le début de l'année. La valeur extérieure du franc pondérée par les exportations a temporairement dépassé de 20% son niveau de janvier. Mi-décembre, elle s'inscrivait environ 8% au-dessus de ce niveau.

Parallèlement à la suppression du cours plancher, la BNS a ramené le taux d'intérêt à -0,75% en janvier 2015. L'écart entre les taux suisses et étrangers s'est ainsi de nouveau sensiblement accru. Auparavant, il s'était fortement réduit du fait du recul des taux à l'étranger. L'écart de taux avec la zone euro reste nettement plus important qu'en début d'année, malgré la légère baisse décidée par la BCE en décembre 2015. Cette évolution a contribué à affaiblir le franc, qui avait atteint des sommets peu après la suppression du cours plancher.

L'évolution des agrégats monétaires est restée stable depuis le début de l'année. En octobre, des transferts ont été observés des dépôts en comptes de transactions vers les dépôts d'épargne, ce qui a engendré un repli de M1, mais n'a eu aucune incidence sur les taux de croissance de M2 et de M3. Dans la phase actuelle, de tels transferts peuvent être attribués aussi bien aux taux d'intérêt qu'au cadre réglementaire.

Ces derniers mois, le volume des prêts hypothécaires et les prix de l'immobilier ont évolué approximativement en phase avec les fondamentaux. Aussi les déséquilibres sont-ils restés inchangés sur ces marchés.

## MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE DEPUIS MI-SEPTEMBRE 2015

### Politique monétaire toujours expansionniste

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 17 septembre 2015, la BNS a confirmé vouloir poursuivre le cap de sa politique monétaire expansionniste. 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 auprès d'elle et qui dépassent un certain montant exonéré.

En outre, la BNS a confirmé qu'elle continuera à prendre en compte, dans sa politique monétaire, la situation sur le marché des changes et l'impact de celle-ci sur l'inflation et l'évolution de la conjoncture. Elle a également réaffirmé qu'elle était disposée à intervenir au besoin sur le marché des changes pour influencer sur les conditions monétaires.

### Augmentation des avoirs à vue à la BNS

Depuis mi-septembre 2015, les avoirs à vue à la BNS ont légèrement augmenté. Dans la semaine du 30 novembre au 4 décembre (la dernière semaine avant l'examen de la situation de mi-décembre), ils portaient sur 467,5 milliards de francs et dépassaient ainsi de 3,2 milliards leur niveau de la semaine qui a précédé l'examen de mi-septembre 2015. Entre mi-septembre et mi-décembre 2015, ils s'élevaient en moyenne à 466,9 milliards de francs (401,3 milliards pour les avoirs en comptes de virement des banques en Suisse et 65,6 milliards pour les autres avoirs à vue).

### Réserves excédentaires des banques à un niveau élevé

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales étaient de 14,4 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 août au 19 novembre 2015. En moyenne, les banques dépassaient d'environ 391,7 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 382,8 milliards). Leurs réserves excédentaires ont donc encore augmenté.



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

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

Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt se sont maintenus dans la zone négative au quatrième trimestre également. Les taux d'intérêt sur les opérations gagées (Swiss Average Rates) comme sur les opérations non gagées (Libor) étaient proches de  $-0,75\%$ , soit le taux appliqué aux avoirs à vue à la BNS (voir graphique 5.1). Le Libor à trois mois a ainsi continué à évoluer à proximité de la zone médiane de sa marge de fluctuation (entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ ).

### Taux d'intérêt à long terme plus bas dans la zone négative

Depuis mi-septembre, le rendement des obligations fédérales à dix ans a évolué constamment dans la zone négative. Par moments, il est même tombé au-dessous de  $-0,3\%$ , passant ainsi à des niveaux jamais observés jusque-là. Mi-décembre, il s'établissait à environ  $-0,2\%$ , soit à un niveau inférieur à celui de mi-septembre.

### Déplacement vers le bas de la courbe des rendements

Entre mi-septembre et mi-décembre, la courbe des rendements des obligations fédérales s'est déplacée vers le bas (voir graphique 5.2). Mi-décembre, tous les rendements des obligations fédérales pour des durées inférieures à 13 ans étaient négatifs. Les rendements reflètent la perspective d'une phase persistante de taux d'intérêt à court terme à un bas niveau.

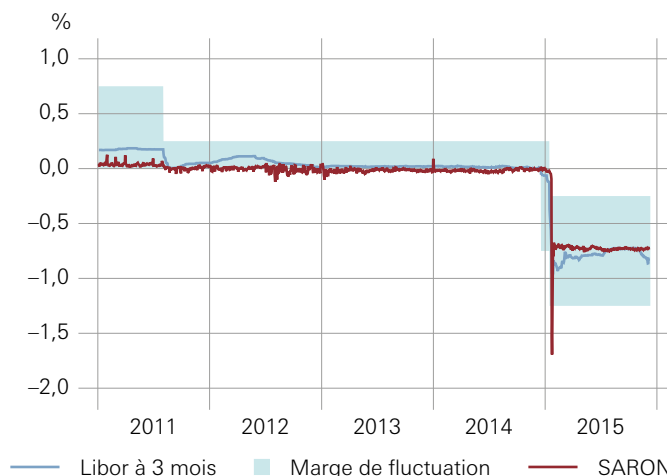
### Bas niveaux des taux d'intérêt réels à long terme

Mi-décembre, le taux d'intérêt réel estimé à dix ans s'établissait à  $-0,2\%$ . Il était ainsi légèrement inférieur au niveau déjà très bas du premier trimestre 2015 (voir graphique 5.3).

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

Graphique 5.1

### TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

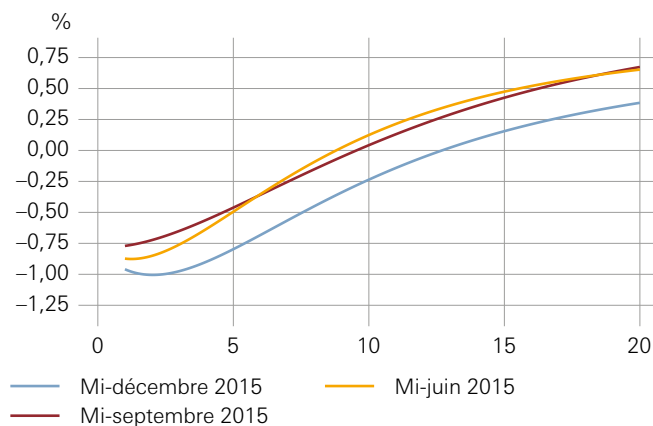


Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

### STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

Selon Nelson-Siegel-Svensson; durée en années (axe des abscisses)



Source: BNS.

Graphique 5.3

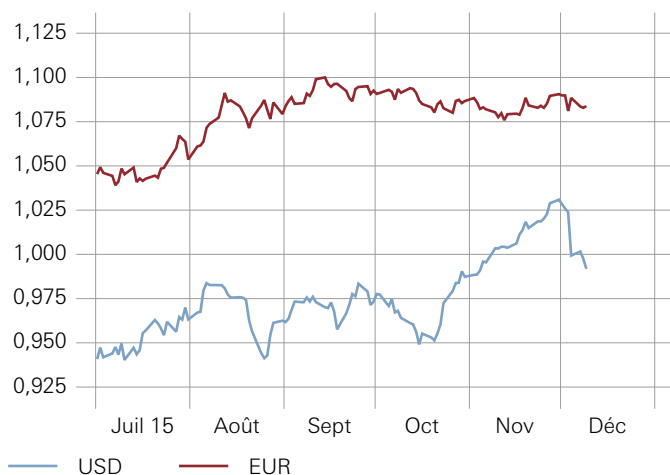
### TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ESTIMÉ

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



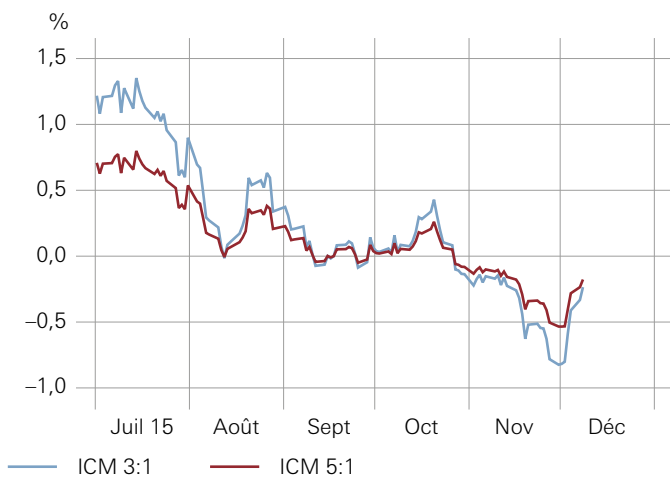
Source: BNS.

Graphique 5.4

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

Source: BNS.

Graphique 5.5

**INDICE NOMINAL DES CONDITIONS MONÉTAIRES**

Source: BNS.

Graphique 5.6

**VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS**

Pondérée par le commerce extérieur; janvier 1999 = 100



— En termes réels (24 pays)

Source: BNS.

**COURS DE CHANGE****Appréciation du franc face à l'euro, affaiblissement vis-à-vis du dollar**

Depuis mi-septembre, le franc s'est légèrement apprécié face à l'euro (voir graphique 5.4). L'euro valait environ 1,08 franc dans la première moitié de décembre, alors que le cours était monté temporairement jusqu'à 1,10 franc en septembre.

Depuis mi-octobre, le franc a faibli face au dollar des Etats-Unis. Le raffermissement du dollar s'explique par la probabilité d'une hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis en décembre, probabilité qui a augmenté aux yeux des opérateurs sur les marchés.

Le 3 décembre, la BCE a annoncé un assouplissement de sa politique monétaire. Les marchés avaient anticipé un relâchement plus marqué des rênes monétaires, ce qui explique le renforcement de l'euro face au dollar des Etats-Unis après l'annonce de la BCE. La déception des marchés n'a cependant pas eu de répercussions substantielles sur le cours de l'euro en franc, étant donné que les marchés avaient tablé sur le fait que la BNS veillerait au maintien d'écart de taux d'intérêt inchangés. Face au dollar des Etats-Unis, le franc a gagné du terrain tout comme l'euro.

**Léger assouplissement des conditions monétaires**

En données pondérées par les exportations, le franc a légèrement faibli entre mi-septembre et mi-décembre. Les conditions monétaires se sont ainsi quelque peu assouplies.

L'indice des conditions monétaires (ICM), qui fait l'objet du graphique 5.5, intègre les variations du Libor à trois mois et celles de la valeur extérieure du franc, en données nominales pondérées par les exportations. Il montre comment les conditions monétaires ont évolué. Afin de tenir compte des incertitudes liées aux effets relatifs des fluctuations des taux d'intérêt et des cours de change, deux variantes de l'ICM sont calculées en appliquant des pondérations différentes aux deux composantes. L'indice est remis à zéro lors de l'examen de la situation économique et monétaire. S'il affiche une valeur négative, il indique un assouplissement de la politique monétaire.

**Valeur extérieure du franc élevée en termes réels**

En données réelles pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc est toujours à un niveau élevé. La diminution observée à partir de mai s'est sensiblement ralentie à partir de septembre (voir graphique 5.6).

## MARCHÉ DES ACTIONS

### Redressement des cours

En octobre, le marché suisse des actions s'est redressé et a ainsi compensé en grande partie le recul qui était parti de Chine et avait affecté tous les marchés internationaux dans la seconde moitié d'août. Ce redressement s'est inscrit en phase avec l'évolution observée sur les autres grands marchés des actions (voir graphique 5.7). Mi-décembre, le Swiss Market Index (SMI) était inférieur d'environ 10% à son pic de l'année.

Calculée à partir des prix des options, la volatilité attendue pour le SMI a nettement diminué en septembre et en octobre, après s'être fortement et rapidement accrue en août dans le sillage de la chute des cours. En décembre, son niveau était très proche de la moyenne pour les mois de février à juillet.

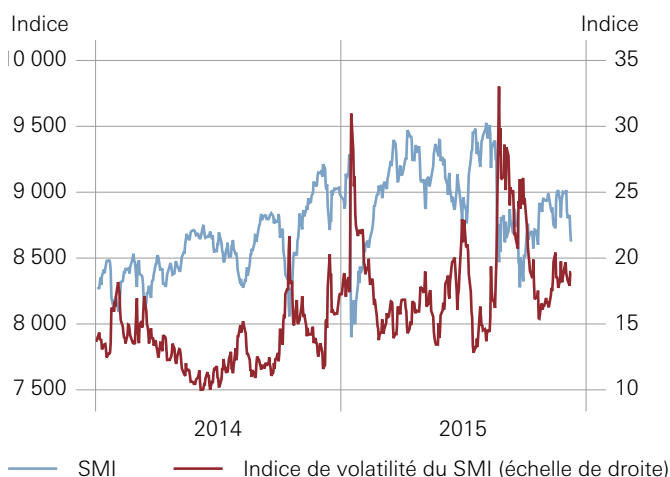
### Tous les principaux sous-indices touchés par la reprise

Les fluctuations que le SMI a enregistrées depuis août se sont reflétées également dans l'évolution des sous-indices du Swiss Performance Index (SPI). De tous les principaux sous-indices, un seul, celui des biens de consommation, avait approximativement retrouvé, mi-décembre, son niveau de début août (voir graphique 5.8). Les autres sous-indices étaient toujours à des niveaux plus bas.

Le graphique 5.8 montre également l'évolution depuis la suppression du cours plancher. Les sous-indices qui y figurent partent tous du niveau 100 pour le 14 janvier 2015, soit la veille de la suppression du cours plancher. Mi-décembre, le sous-indice regroupant les valeurs des sociétés financières était nettement au-dessus de son niveau du 14 janvier. Les autres sous-indices étaient légèrement au-dessous.

Graphique 5.7

### COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

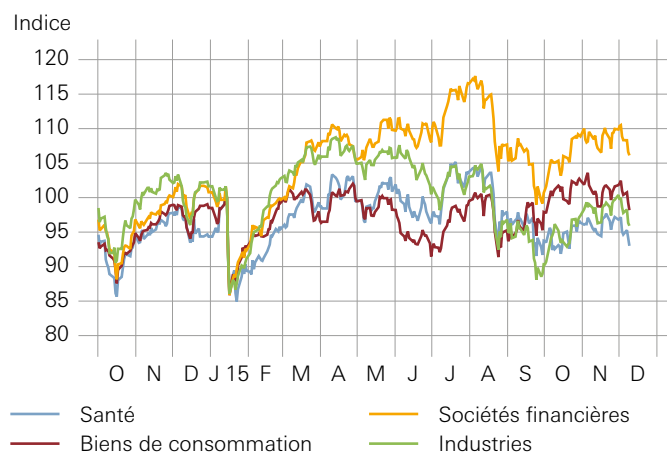


Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

### SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

14 janvier 2015 = 100



Source: Thomson Reuters Datastream.

## AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

### Augmentation de la monnaie centrale

La monnaie centrale, soit les billets en circulation et les avoirs que les banques en Suisse détiennent en comptes de virement à la BNS, a encore augmenté entre août et novembre (voir graphique 5.9). Son accroissement a porté sur 7,9 milliards de francs et est dû, à hauteur de 6,3 milliards, aux avoirs en comptes de virement des banques.

### Faible croissance des agrégats au sens large

Ces derniers mois, les agrégats monétaires M2 et M3 ont peu varié (voir graphique 5.10). En octobre, M2

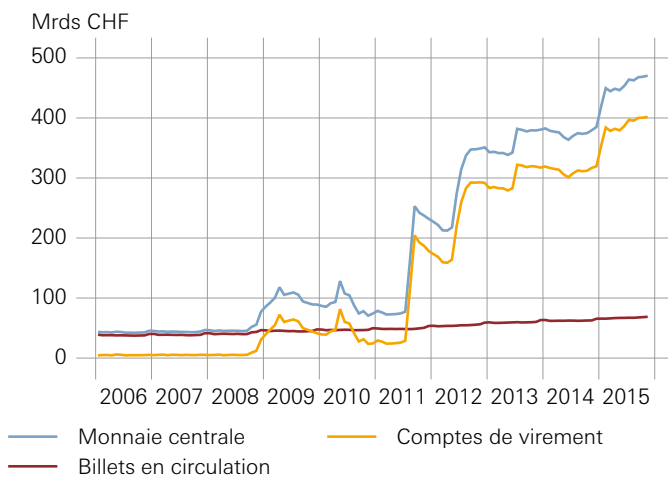
dépassait de 1% son niveau du mois correspondant de l'année précédente (voir tableau 5.1). Dans la même période, M3 s'est accru de 1,4%.

### M1 sous l'influence de transferts opérés dans une seule banque

L'introduction d'une nouvelle palette de comptes dans une banque a engendré, en octobre, de substantiels transferts des dépôts en comptes de transactions vers les dépôts d'épargne. L'agrégat M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) a par conséquent marqué un repli, tandis que M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) n'ont pas été affectés par ces transferts.

Graphique 5.9

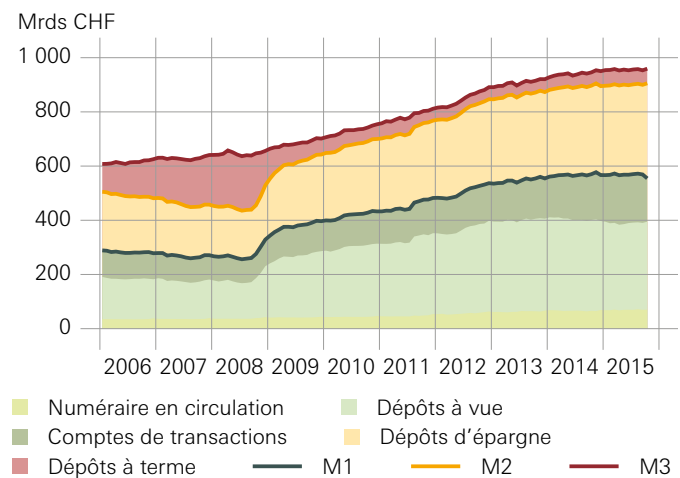
#### MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

Graphique 5.10

#### AGRÉGATS MONÉTAIRES



Source: BNS.

Tableau 5.1

## AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2014	2014	2015	2015	2015	2015	2015	2015
		T4	T1	T2	T3	Août	Septembre	Octobre
<b>M1</b>	<b>3,7</b>	<b>2,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>-2,7</b>
<b>M2</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>
<b>M3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>
<b>Crédits bancaires, total</b> <sup>1, 3</sup>	<b>4,1</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>
Créances hypothécaires <sup>1, 3</sup>	3,9	3,6	3,6	3,5	3,2	3,2	3,1	3,0
Ménages <sup>2, 3</sup>	3,5	3,3	3,5	3,5	3,4	3,4	3,3	
Entreprises du secteur privé <sup>2, 3</sup>	4,8	4,4	3,9	3,7	3,0	3,1	2,8	
Autres crédits <sup>1, 3</sup>	5,3	2,6	-2,9	-7,3	-6,4	-6,3	-4,7	-1,7
gagés <sup>1, 3</sup>	4,3	8,0	4,2	0,5	0,1	2,5	-1,5	0,1
non gagés <sup>1, 3</sup>	6,0	-1,0	-7,2	-12,2	-10,8	-12,0	-7,0	-3,0

1 Bilans mensuels.

2 Statistique sur l'encours des crédits.

3 Les taux de croissance des crédits bancaires et de leurs composantes tiennent compte des informations données par les banques sur des modifications de leur pratique en matière de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance présentés dans le *Bulletin mensuel de statistiques bancaires*.

Source: BNS.

### Ralentissement de la croissance des prêts hypothécaires

Les créances hypothécaires des banques, qui constituent 85% environ de l'ensemble des crédits bancaires, dépassaient de 3%, en octobre 2015, leur niveau de la même période de l'année précédente. Observé depuis 2012, le ralentissement de la croissance de ces crédits a ainsi continué en dépit des taux hypothécaires très bas en comparaison historique (voir graphique 5.11).

La ventilation selon les débiteurs montre que l'affaiblissement de l'expansion des crédits hypothécaires en 2015 a découlé principalement des prêts aux entreprises. Le taux de croissance des prêts hypothécaires aux ménages est resté quasiment inchangé (voir tableau 5.1).

### Repli des autres crédits

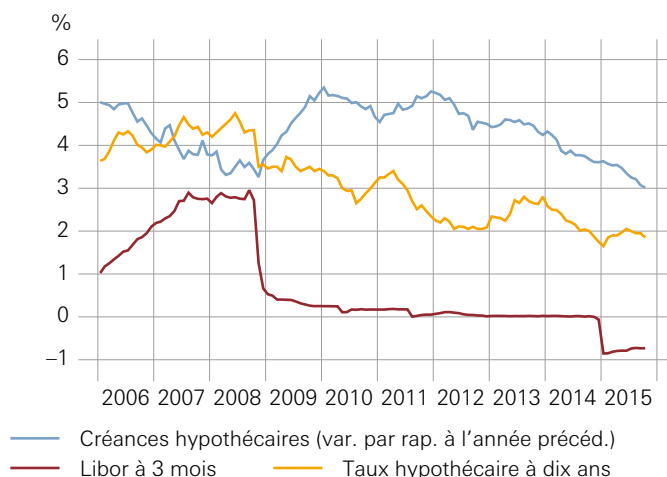
Les autres crédits ont diminué de 1,7% entre octobre 2014 et la période correspondante de 2015. Depuis le début de la crise économique et financière, ils suivent un tracé tendanciellement plat, mais avec de sensibles fluctuations. La légère augmentation que la partie gagée des autres crédits marque depuis 2009 a compensé la faible diminution de la partie non gagée (voir graphique 5.12).

### Hausse du rapport entre crédits bancaires et PIB

La forte expansion que les crédits bancaires ont enregistrée ces dernières années a eu des répercussions sur le rapport entre ces crédits et le PIB en termes nominaux (voir graphique 5.13). Après une sensible augmentation dans les années 1980, ce rapport est resté pour l'essentiel stable jusqu'en 2008. Depuis le début de la crise économique et financière, il a de nouveau marqué une nette hausse. Cette évolution indique que les crédits bancaires ont soutenu l'activité dans la construction de logements et la demande globale. D'un autre côté, une forte croissance des crédits implique aussi des risques pour la stabilité financière. Dans le passé, une expansion excessive des crédits a souvent été à l'origine de difficultés ultérieures au sein du secteur bancaire.

Graphique 5.11

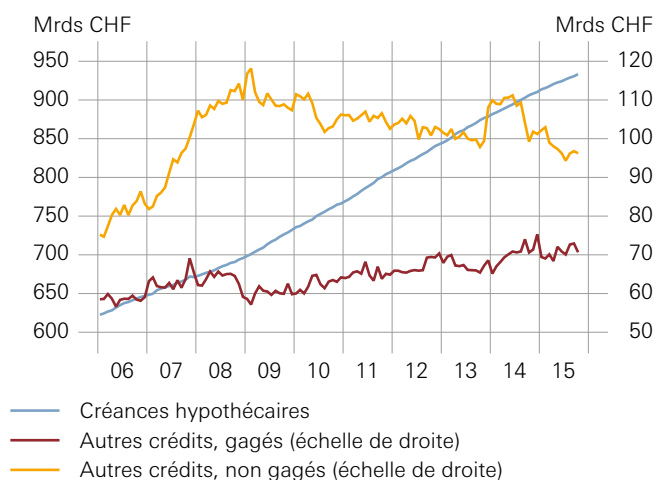
### CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET LIBOR À 3 MOIS



Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.12

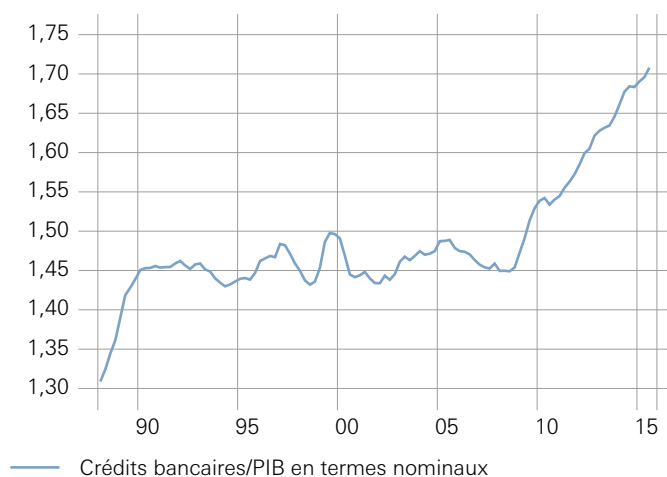
### CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS



Source: BNS.

Graphique 5.13

### RATIO CRÉDITS BANCAIRES/PIB



Source: BNS.

---

# Tendances conjoncturelles

Réseau économique régional de la BNS

Rapport des délégués aux relations avec l'économie régionale destiné à la Direction générale de la BNS pour l'examen trimestriel de la situation de décembre 2015

## **Quatrième trimestre 2015**

Les délégués de la BNS entretiennent des contacts réguliers avec des entreprises des divers secteurs de l'économie. Le présent rapport se fonde sur les entretiens menés entre début octobre et fin novembre 2015 avec 232 chefs d'entreprise au sujet de la situation actuelle et future de leur entreprise et de l'économie en général. Les entreprises interrogées varient d'un trimestre à l'autre; elles reflètent la structure sectorielle de l'économie suisse selon la ventilation du PIB (hors agriculture et services publics).

### **Régions**

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

### **Délégués**

Jean-Marc Falter  
Martin Wyss  
Walter Näf  
Daniel Hanimann  
Fabio Bossi  
Urs Schönholzer  
Aline Chabloz  
Rita Kobel  
Markus Zimmerli

Selon les résultats de l'enquête, les chiffres d'affaires réels des entreprises sont globalement identiques à ceux du trimestre précédent. Du fait des baisses de prix qu'elles ont consenties au cours des derniers mois, de nombreuses entreprises restent confrontées à une situation très tendue en ce qui concerne les marges bénéficiaires.

Pour les prochains mois, les perspectives de croissance des chiffres d'affaires en termes réels se sont améliorées de manière marginale. Les interlocuteurs jugent la conjoncture internationale légèrement plus favorable. Nombre d'entreprises portent un regard un peu plus optimiste sur l'année à venir, car les mesures qu'elles ont mises en œuvre après la suppression du cours plancher commencent lentement à porter leurs fruits et laissent présager de meilleures marges pour 2016. Dans l'industrie, les effectifs devraient continuer de baisser légèrement; la propension à investir se maintient dans l'ensemble à son niveau actuel.

### **Stagnation des chiffres d'affaires**

Dans l'industrie manufacturière, les chiffres d'affaires réels sont légèrement supérieurs à ceux du trimestre précédent. Dans de nombreuses branches toutefois, la différence entre l'évolution des chiffres d'affaires en termes réels et celle – plus faible – des chiffres d'affaires en termes nominaux, persiste.

En termes réels, les chiffres d'affaires ont été plus élevés dans l'industrie pharmaceutique, chez les fabricants de machines et d'équipements électriques ainsi que dans l'industrie alimentaire. La marche des affaires a stagné dans la transformation des métaux et dans la fabrication d'instruments de précision. Dans l'industrie horlogère et chez les fournisseurs de celle-ci, les chiffres d'affaires réels sont plutôt inférieurs à ceux du trimestre précédent.

En ce qui concerne les exportations, les ventes à destination des Etats-Unis demeurent dynamiques. Ici et là, on observe en outre une hausse de la demande provenant du Japon ainsi que de certains pays européens – l'Espagne, l'Italie, la France, le Royaume-Uni et le Portugal étant souvent cités par les interlocuteurs –. La persistance d'une conjoncture favorable en Allemagne a également des effets positifs. En revanche, de nombreuses branches continuent de ressentir les répercussions de l'effondrement conjoncturel en Russie et du ralentissement économique en Chine. D'une façon générale, on observe une contraction de la demande venant des pays dépendants du prix du pétrole.

Dans la construction, l'affaiblissement de la marche des affaires se poursuit. Le niveau des chiffres d'affaires réels a encore baissé par rapport à celui du trimestre précédent, et ce tant dans le bâtiment que dans le génie civil. Le second œuvre connaît la même évolution, bien que de façon moins marquée. Le secteur de la construction conserve néanmoins un niveau d'activité élevé.

Dans les services, les chiffres d'affaires réels sont dans l'ensemble similaires à ceux du trimestre précédent. Les branches présentent une image hétérogène: les technologies de l'information et de la communication, les banques, les assurances et les réviseurs ont enregistré une hausse de leurs chiffres d'affaires, tandis que les représentants du commerce de gros, des transports et de l'hôtellerie affichent des chiffres d'affaires en baisse. Le commerce de détail présente également une évolution inégale.

## UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

### Sous-utilisation persistante des capacités

Les capacités de production des entreprises interrogées restent sous-utilisées dans l'ensemble; la sous-utilisation s'est légèrement intensifiée depuis le trimestre précédent. Ainsi, un peu plus de 40% des entreprises interrogées jugent l'utilisation des capacités plus faible qu'à l'accoutumée.

Dans l'industrie manufacturière, près de la moitié des entreprises interrogées signalent une sous-utilisation des capacités, et la moitié d'entre elles la qualifient même de nette. Cette situation concerne la plupart des branches. L'utilisation des capacités est normale chez les fabricants d'équipements électriques.

L'utilisation des capacités techniques dans la construction reste généralement plus élevée que d'ordinaire. Cette évolution est plus marquée dans le bâtiment, mais aussi dans le génie civil.

Dans le secteur des services, l'infrastructure – c'est-à-dire principalement les surfaces de bureaux et de vente ainsi que les capacités de transport – est légèrement, voire nettement, sous-utilisée dans la plupart des branches. Elle est particulièrement sous-utilisée dans le commerce de détail de même que dans l'hôtellerie et la restauration; les raisons les plus souvent évoquées sont les conditions météorologiques et le tourisme d'achat à l'étranger. Les bureaux d'ingénieurs bénéficient d'une bonne, voire d'une très bonne, utilisation des capacités.

## DEMANDE DE MAIN-D'ŒUVRE

### Effectifs légèrement trop élevés

Dans l'ensemble, les effectifs sont jugés un peu trop élevés. L'industrie manufacturière, notamment, continue de signaler des effectifs un peu trop nombreux. Cela concerne surtout les entreprises de transformation des métaux et l'industrie des machines. Dans la construction, les effectifs sont adéquats. Concernant les services, ils sont toujours un peu trop élevés dans le commerce de détail de même que dans l'hôtellerie et la restauration. En revanche, les entreprises de la branche des technologies de l'information et de la communication ainsi que les réviseurs sont à la recherche de personnel.

Les diverses mesures en matière de ressources humaines qui avaient été prises après la suppression du cours plancher – dont le gel des embauches, l'allongement du temps de travail pour le même salaire, le chômage partiel – sont toujours en vigueur dans de nombreuses entreprises.

## PRIX, MARGES ET SITUATION BÉNÉFICIAIRE

### Pressions considérables sur les marges

En ce qui concerne les marges, la situation reste tendue, et ce dans les trois secteurs. Deux tiers des entreprises interrogées jugent les marges plus faibles que d'ordinaire – et même nettement plus faibles pour la moitié d'entre elles –, tandis que près de 20% indiquent avoir réalisé des marges correspondant au niveau habituel. De nombreuses entreprises ont dû procéder à des baisses de prix au cours des trimestres précédents afin de rester compétitives et de maintenir leur volume de chiffres d'affaires. Par conséquent, toute une série de mesures visant à réduire les coûts ont été prises. L'intensification des achats effectués à l'étranger est une mesure souvent évoquée. Les entreprises ne parviennent à augmenter les prix que dans de rares cas, et ce essentiellement à l'étranger.

La pression sur les marges est particulièrement nette dans l'industrie manufacturière. Les représentants de toutes les branches, à l'exception de l'industrie pharmaceutique, considèrent leurs marges bénéficiaires plus faibles, voire beaucoup plus faibles, qu'à l'accoutumée.

Dans la construction et les services, les entreprises ont aussi estimé leurs marges globalement plus faibles que d'habitude. L'évaluation des marges faite par les représentants du commerce de gros, du commerce d'automobiles et de l'hôtellerie-restauration se distingue par sa grande homogénéité.

## PERSPECTIVES

### Optimisme contenu

D'une manière générale, les perspectives pour l'année 2016 restent très prudentes, mais une légère augmentation des chiffres d'affaires réels est néanmoins attendue pour les prochains mois. L'optimisme modéré a gagné du terrain, notamment dans le secteur industriel. Dans les services aussi, les entreprises sont en général raisonnablement confiantes. Cette évolution s'explique notamment par l'espoir d'une nouvelle amélioration de la conjoncture en Europe et par les cours de change un peu plus favorables. En outre, les effets des mesures d'accroissement de la productivité et de réduction des coûts tendent à stimuler la confiance quant à l'évolution des marges.

En ce qui concerne les plans d'embauche, les interlocuteurs de l'industrie manufacturière tablent toujours sur une faible compression des effectifs. La construction enregistre également un léger repli, en données corrigées des variations saisonnières. Dans les services, en revanche, les effectifs devraient quelque peu augmenter.



Le gel immédiat des investissements décrété par de nombreuses entreprises après la suppression du cours plancher est toujours en vigueur en maints endroits. Dans l'ensemble, les plans d'investissement pour les douze prochains mois n'indiquent toujours pas de reprise.

Pour ce qui est de l'inflation (mesurée à l'indice des prix à la consommation), les entreprises tablent en moyenne sur un taux d'inflation de  $-0,4\%$  pour le court terme (six à douze mois), comme au trimestre précédent. A plus long terme aussi, le taux d'inflation escompté est inchangé, s'inscrivant à  $0,6\%$ .

Certains interlocuteurs redoutent que la situation problématique au niveau des marges n'entraîne un rapide changement structurel, notamment dans l'industrie. Par ailleurs, la mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse et l'avenir des contrats bilatéraux figurent toujours parmi les préoccupations majeures des entreprises. Etant donné la force du franc, les représentants de nombreuses branches appellent de leurs vœux un examen critique de l'environnement réglementaire.

---

## Remerciements

La Banque nationale remercie les quelque 850 entreprises qui ont participé aux entretiens menés tout au long de l'année 2015 avec les délégués aux relations avec l'économie régionale pour la disponibilité dont elles ont fait preuve. 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

Aare Energie AG. Aargauische Kantonalbank. AB Allo Boissons SA. abacon Sicherheit AG. Abacus Research AG. ABB Schweiz AG. ABCD Ciné-Dance SA, Carte Blanche SA. Accenture AG. Accor Gestion Hôtelière et Services SA. Accuray International Sàrl. Acino Holding AG. Adcubum AG. Adecco Human Resources SA. ADV Constructions SA. Advis AG. AEK Energie AG. Aerni Gruppe. Aerolite Max Bucher AG. Aéroport International de Genève. Aeschlimann AG, Décolletages. Aeschlimann AG, Zofingen. AF-Consult Switzerland AG. Agathon AG. Agility Logistics AG. AHG Holding AG. Akris AG. Albergo Pestalozzi Lugano. Albiro AG. Aldi Suisse AG. Aligro – Demaurex & Cie SA. Allianz Suisse. Allmendinger AG. Alpex Pharma SA. Alpha Rheintal Bank AG. Alpiq InTec West AG. Alpnach Norm AG. AlSCO Swiss. ALSO Schweiz AG. Alstom (Schweiz) AG. Alwys Holding. Amac Aerospace Switzerland AG. amag. Amaudruz SA. Ameron Hotel Flora – Dulac AG. Ampegon AG. André Repond SA. API SA. Aptar Mezzovico SA. Arrighi Import SA. Arthur Bründler AG. Arthur Weber AG. Assos of Switzerland SA. Astoria Betriebs AG. Ateliers Busch SA. Atmoshaus Gruppe. Audemars Holding SA. Audemars Piguet. Auto Iten AG. Auto Kaiser AG. Auto Marti AG. Autobritt Automobiles SA. Autohaus Wederich, Donà AG. aviso audio visual solutions ag. Avis Budget Autovermietung AG. Axibat SA. Xpo Holding AG.

### B

B&C Swiss (Logistics and Distribution) SA. B+S AG. Bacher AG. Bachmann Mobile Kommunikation AG. Baechler Teinturiers SA. Baker & McKenzie. Balmer-Etienne AG. Baltensperger AG Hochbau Tiefbau Holzbau. Banca Coop. Banca del Sempione. Banca dello Stato del Cantone Ticino. Bangarter Microtechnik AG. Bank Gantrisch Genossenschaft. Bank Julius Bär & Co AG. Bank Sparhafen Zürich AG. Bank Thalwil. Banque Cantonale de Fribourg. Banque Cantonale de Genève. Banque Cantonale du Jura. Banque Cantonale du Valais. Banque Cantonale Neuchâtelaise. Banque Cantonale Vaudoise. Barry Callebaut AG. Basellandschaftliche Kantonalbank. Basler & Hofmann AG. Basler Kantonalbank. Bataillard AG. Batimetal SA. Bauknecht AG. Baumann Federn AG. Baumann Koelliker Installation. Baume & Mercier SA. Baumer Electric AG. Bayer Consumer Care AG. BDO AG. Béati Frères SA. Beck Glatz Confiseur AG. Belimport SA. Belloli SA. Bergbahnen Engelberg-Trübsee-Titlis AG. Bernensis Hotel AG, Interlaken. Bernerland Bank AG.

Bernet Holding AG. berney associés. Bernina International AG. Bertschi Holding AG. Best Western Hotel Bristol und Bären, Bern. Beutler Nova AG. Bezema AG. BfB Société Fiduciaire Bourquin frères et Béran SA. BG Ingénieurs Conseils SA. Bioforce AG. Bircher Reglomat AG. Biwi SA. BlackRock Asset Management Schweiz AG. Blanc & Cie SA. Blanchisserie du Léman. Bläuer Uhren + Bijouterie AG. BLS AG. blue-infinity (Switzerland) SA. BMF Group AG. Bobst Group SA. Bocard Parcs et Jardins SA. Bogn Engiadina Scuol (BES) SA. Bordier & Cie. Born Informatik AG. Boulangerie Industrielle Bisa SA. Boulangerie-Pâtisserie Wolfisberg SA. BR Bauhandel AG. brack.ch. Brauerei Locher AG. Brauhaus Sternen AG. BravoNext SA. Brolliet SA. Bruhin AG druck | media. Brühlhart & Partners SA. BSI SA. Bucher Transport AG. Bumotec SA, SIP SA. Bunge SA. Burckhardt of Switzerland AG. Burckhardt+Partner AG. Bureau d'ingénieurs civils Daniel Willi SA. Büro Keller AG. Business & Decision (Suisse) SA. BVZ Holding AG. Bystronic Laser AG.

### C

C. Messerli SA. C. Vanoli Generalunternehmung AG. Cadramont SA. Cafim SA. Calida Holding AG. Candrian Catering AG. Cantin SA. Cargill International SA. Carlo Bernasconi AG. Cäsar Bay AG. Casinò Admiral SA. Casino du Lac Meyrin SA. Casino Restaurants Bern AG. Casram SA. CCHE Architecture et Design SA. Cedes AG. Cellere AG. Censi & Ferrari SA. Cerbios-Pharma SA. Chalet de Gruyères SA. Chaletbau Matti Holding AG. Chocolat Alprose SA. Chocolat Bernrain AG. Chocolat Schönenberger AG. Chocolats Camille Bloch SA. Chocolats et Cacaos Favarger SA. Cimo SA. Ciolina AG. Cipag SA. Citec Ingénieurs-Conseils SA. CKW AG. Club Méditerranée (Suisse) SA. Collano Adhesives AG. Coloral SA. Comet AG. Confiserie Sprüngli AG. Contrinex SA. Coop. Corti Gruppe. Covedis SA, Sushizen SA. cR Werbeagentur AG. CRB SA. Création Baumann AG. Credit Suisse AG. cronoparty & services sagl. Cross Research SA. Crypto AG. CSL Behring AG. CTA AG, Klima-Kälte-Wärme. CVW Disques Office SA. CWA Constructions SA.

### D

Darest Informatic SA. de Sede AG. Debiopharm Group. Debrunner Acifer AG. Delcò Mobili SA. Dell SA. Dénériaz SA. Denogent SA. Der Teufelhof Basel AG. Devillard SA. DHL Logistics (Schweiz) AG. Die Mobiliar. Domaco Dr. med. Aufdermaur AG. Domaine de

Châteauvieux. d'Orlando SA. Dr. Röthlisberger AG. Dreyfus Söhne & Cie AG. Druckerei Odermatt AG. DS Smith Packaging Switzerland AG. DT Swiss AG. Dufry AG. Dumont & Dupraz SA. Dupasquier & Cie SA. Duplirex Papeterie SA. Düring AG Ebikon.

## **E**

E. Weber AG. EAO Group. Eberhard Unternehmungen. Eberli Sarnen AG. ebi-pharm ag. Ebnat AG. Edelweiss Catering by meee ag. Egeler Lutz AG. Egg-Telsa SA. EKT Holding AG. Elca Informatique SA. Elektra Baselland. Elektrisola Feindraht AG. Elektro Compagnoni AG. Elektro-Material AG. Elite SA. Emanuele Centonze Holding SA. Emch+Berger AG Bern. Emch+Berger WSB AG. Emil Egger AG. Emil Frey AG. Emile Egger & Cie SA. Emilio Stecher AG. Energie Wasser Bern. Ennio Ferrari Impresa Generale SA. Enzler Hygiene AG. Epsilon SA. Eqos Energie Schweiz AG. Erbas SA. Ernst & Young SA. Ernst Basler + Partner AG. Ernst Marti AG. Ernst Schweizer AG, Metallbau. Esmo – European Society for Medical Oncology. Espace Media AG. Etavis AG. Eternit (Schweiz) AG. Eurobus AG. Euromaster (Suisse) SA. Europ Assistance Suisse.

## **F**

F. Bernasconi & Cie SA. F. Hoffmann-La Roche AG. F. Hunziker + Co AG. F. Murpf AG, Transporte und Logistik. Face AG für Kommunikationsdesign. Fassbind Hôtels SA. Fastlog AG. Felco SA. Feldmann Bau AG. Felicitas Promotions AG. Felix Transport AG. Feller AG. fenaco Genossenschaft. Ferriere Cattaneo SA. Ferrum AG. Fiamm SoNick SA. fiduciariaMega SA. Filippi SA. Finnova AG. Firmenich SA. First Industries. FISBA AG. Fischer Spindle Group AG. Flawa AG. Fleischmann Immobilien AG. Fleur de Pains SA. Fleuriot Fleurs SA. Fogal AG. Folex AG. Fondation Papillorama. Fontana Print SA. Fortimo AG. Fostag Formenbau AG. Four Seasons Hôtel des Bergues. Fraisa SA. Frey AG Stans. Frigaz SA. Frigerio SA. Fritz Meyer Holding AG. Fritz Studer AG. Frutiger AG Basel. Fuchs Hairteam AG. Full Speed Systems AG. Funk Insurance Brokers AG.

## **G**

Galli Hoch- und Tiefbau AG. Gammacatering AG. Ganz + Co AG. Garaio AG. Garbani AG Bern. Garzoni SA. Gastrag. Gaznat SA. Gazzose Ticinesi SA. Gebr. Renggli AG. Gehrig AG Bauunternehmung Wil. Gemacona SA. Generali Versicherungen. Geneux Dancet SA. Geobrug AG. GeoEdil SA. Georg

Fischer AG. Gericke AG. Gérofinance-Dunand SA – Régie de la Couronne. Gfeller + Partner AG. Gfeller Elektro AG. Gindraux Fenêtres SA. Giuseppe Vanini AG. Glatz AG. GLB. Glutz AG. Goldener Damen- und Herrenmode AG. Gondrand International AG. Gottex Fund Management Sàrl. Gotthard Raststätte A2 Uri AG. Granella Gruppe. Graniti Maurino SA. Graphax AG. Gräub Auto Center AG. Graubündner Kantonalbank. green.ch. Grisoni-Zaugg SA. Groupe Ardentis. Groupe Boas. Groupe Eldora SA. Groupe H. Groupe Lathion (Tourisme, Carrières). Groupe Lémò. Groupe Orllati SA. Groupe Zuttion SA. Gruppo Fabbri (Svizzera) SA. GTL SA. Güggeli-Express GmbH. Gunvor SA. GVS Agrar AG. GWF Messsysteme AG. Gysi AG Chocolatier Suisse.

## **H**

H + R Gastro AG. H. Goessler AG. Habasit AG. Hach Lange Sàrl. Haco AG. Hälg Holding AG. Hamilton Bonaduz AG. Hans Leutenegger SA. Hänseler AG. Häny AG. Hatebur Umformmaschinen AG. Haupt AG Ruswil. Haupt Verlag AG. Häusermann + Partner AG. Helbling Reisen AG. Helsana Versicherungen AG. Henri Harsch HH SA. Hero AG. Herzog Haustechnik AG. Hevron SA. Hoegger AG. Hogrefe AG. Honda Motor Europe Ltd. Horst AG. Hôtel Beau-Rivage SA. Hotel Bellevue Palace AG. Hotel de la Paix. Hotel Eden Roc. Hotel Eden Spiez AG. Hotel Lenkerhof AG, Lenk im Simmental. Hotel Lido Seegarten. Hôtel Montreux Palace SA. Hotel Ramada Regina-Titlis AG. Hotel Saratz AG. Hotel Schweizerhof, Lenzerheide. Hotel Walter au Lac. HRS Holding AG. Huber Straub AG. Hugelshofer Holding AG. Hugentobler Fahrzeugbau AG. Hügli Holding AG. Hugo Boss Ticino SA. Hunziker Festwirtschaften AG. Hupac Intermodal SA. Hydro Exploitation SA.

## **I**

Iba AG. IBC Insurance Broking and Consulting SA. IBSA Institut Biochimique SA. IFEC ingegneria SA. Ifolor AG. Iftest AG. IGP Pulvertechnik AG. Ikea AG. Ilapak International SA. IM Maggia Engineering SA. Innovative Sensor Technology IST AG. Institut Straumann AG. Interroll Holding AG. Intersport Schweiz AG. ISA Sallmann AG. Iseppi Frutta SA. ISS Facility Services AG. Itecor Suisse SA. ITS SA. IWC Schaffhausen Branch of Rlichemont International SA.

**J**

J.P. Morgan (Suisse) SA. Jakob Müller Holding AG. Jan Autos Holding SA. Japan Tobacco International AG. Jaquet Technology Group. Jauslin Stebler AG. Jean Cron AG. Jean Singer et Cie SA. Jehle AG. Johnson & Johnson AG. Jörimann Stahl AG. Jos. Berchtold AG. Jossi AG. Jost Elektro AG, Brugg. Jowissa Uhren AG. JPF Construction SA. Juggers Sécurité SA. Jungfraubahnen. Jungheinrich AG. Jura Elektroapparate AG.

**K**

K. Dysli AG. Kabelwerke Brugg AG Holding. Kaltband AG. Kambly SA. Kaufmann & Fils SA. Kelly Services (Suisse) SA. Keramik Laufen AG. Kern AG Textilreinigung. Kern Tunneltechnik SA. Kestenholtz Holding AG. Kistler Group. KPMG AG. Krüger & Co AG. Kudelski SA. Kunststoff Schwanden AG. Kuoni Viaggi SA. Kurt Steiner AG.

**L**

La goccia SA pulizie generali. Landgasthof Schönbühl AG. Landi. LaRapida SA. Laubscher Präzision AG. Lauener & Cie SA. Laurastar SA. Lawil Gerüste AG. Lazzarini AG. Leoni Studer AG. LGT Bank (Schweiz) AG. Lidl Schweiz. Linnea SA. Lippuner Energie- und Metallbautechnik AG. Litex AG. Livit AG. Loeb Holding AG. Lombard Odier Darier Hentsch & Cie. Lonza AG. Loomis Schweiz AG. L'Oréal Suisse SA. Loyco SA. Lustenberger & Dürst SA. Luxury Goods International (L.G.I.) SA. Luzerner Kantonalbank AG. LZ Medien Holding AG.

**M**

Maerki Baumann & Co AG – Privatbank. Magazine zum Globus AG. Maison V. Guimet fils SA. Maklerzentrum Schweiz AG. Manometer AG. Manor AG. Marina Gastro AG. Martin Brunner Transport AG. Mathis Parcs et Jardins SA. Matisa Matériel Industriel SA. Maulini SA. Max Bersinger AG. Max Hauri AG. Max Zeller Söhne AG. Maxi Bazar SA. Mc PaperLand. McDonald's Suisse Restaurants Sàrl. MCL Medizinische Laboratorien AG. Medacta International SA. Media Markt Grancia SA. Medipack AG. Ménétreay Lausanne SA. Mengis Druck und Verlag AG. Mepha Pharma AG. Merck Serono. Mercuria Energy Trading SA. Merz Gruppe. Mes SA. Métalem SA. Metaltex SA. MH décors SA. Microdiamant AG. Migros. Mikron Tool SA Agno. Minerg-Appelsa Services SA. MOB SA. Möbel Märki Handels AG. Möbel Stocker AG. Mobilière Vie. Monopol AG. Montremo SA. Morant AG. Moresi.com SA. Moser-Baer AG. Motomix SA. MSC – Mediterranean Shipping Agency AG. Mubea Fabbrica Molle SA. Müller Bau AG, Laufen. Müller Martini. Müller Production SA. Müller Reformhaus Vital Shop AG. Multitime Quartz SA. Mundo AG. My-Store SA.

**N**

Naef Immobilien SA. New Reinsurance Company. Newave SA, A member of ABB Group. Nidwaldner Kantonalbank. Niederer Kraft & Frey AG. Nietlisbach Holding AG. Nova Marine Carriers SA. Novartis International AG. Novimmune SA. Novozymes Switzerland AG. Noyfil SA. NRS Printing Solutions AG.

**O**

Obrist Interior AG. OBT AG. Obwaldner Kantonalbank. Ofisa Informatique SA. OK Job SA. OLF SA. OLZ & Partners. Omida AG. Opacc Software AG. Optiswiss AG. Orange Business Switzerland SA. Osmopharm SA. Osterwalder St. Gallen AG. Ottica Belotti SA. Otto Fischer.

**P**

Pamp SA. Panalpina. Parkhotel Delta. Parmigiani Fleurier SA. Pasan SA. Pasito-Fricker AG. Pathé Küchlin AG. Paul Bütiger AG. Paul Leimgruber AG. Payot SA. PB Swiss Tools GmbH. Pensa Human Resources SA. Personal Sigma Sursee AG. Pfeifferlé & Cie SA. Pfizer AG. Phoenix Security. Piaget SA. Pibomulti SA, Emissa. Pierhor SA. Pilet & Renaud SA. Pillet SA. Pistor AG. Pius Schäfler AG. PK Bau AG. PKB Privatbank AG. Planzer Trasporti SA. Plastifil SA. Point Company. Point Prod' SA. Polyphor AG. Precicast SA. Precitrame Machines SA. Premec SA. PricewaterhouseCoopers AG. Priora FM SA. Progin SA. Prosecur SA. Provins SA. Publineon. PWP SA.

**R**

R. Nussbaum AG. Radisson Blu Hotel, St. Gallen. Raiffeisenbanken. ramatech systems AG. Rapelli SA. Raymond Weil SA. Regent Schweiz Beleuchtungskörper AG. Regine Switzerland SA. Reglatronic SA. Reichle & De-Massari AG. Restaurant Florida AG Studen. Retraites Populaires. Rex Articoli Tecnici SA. Rhätische Bahn AG. Rhyner Logistik. Riedo clima AG Düdingen. Rigot & Rieben Engineering SA. Riri SA. Rivella AG. Roche Diagnostics International AG. RohnerChem. Ronda AG. Rossignol GmbH. Roth Gerüste AG. Rotho Kunststoff AG. RS Recupero materiali SA. RWD Schlatter AG.

**S**

SA Vini Bée. Sabag Holding AG. Safram SA. SAG Swiss Automotive Group. Sajet SA. Sandro Vanini SA. Sanitas Troesch AG, St. Gallen. sanofi-aventis (suisse) sa. Säntis Gastronomie AG. Säntis-Schwebebahn AG. SAP (Schweiz) AG. Saviva AG. SB Saanen Bank AG. Schaffhauser Kantonalbank. Schärli Architekten AG. SCHAZO AG. Scherer & Bühler AG. Scherler AG Luzern. Schild AG. Schilthornbahn AG. Schlagenhaut Gruppe. Schneider Holding AG. Scholz & Friends Schweiz AG. Schwarz Stahl AG. Schweizer Electronic AG. Schweizer Heimatwerk. Schweizerische Post. Schwob AG. Schwyzer Kantonalbank. Scott Sports SA. SCS Supercomputing Systems AG. Securitas Gruppe Schweiz. Sefar Holding AG. Semadeni AG.

Sepp Fässler AG. Servier (Suisse) SA. Seven Gastro Group Ascona. Seven-Air Gebr. Meyer AG. SGR Consulting. SI Group. Sicas SA. Sidrag AG. Sieber Transport AG. Siegfried AG. Sierre Energie SA. SIGA AG. Sigvaris AG. Sinnvoll Gastro. Sintetica SA. Società Anonima Giovanni Balmelli 'Faspea'. Società Editrice del Corriere del Ticino SA. Société électrique intercommunale de la Côte SA (SEIC). Société Générale Private Banking (Suisse) SA. Société Privée de Gérance SA. Société Technique SA. Sofraver SA. Softec AG. Sola Switzerland AG. Solvias. Sparkasse Schwyz AG. Speno International SA. Splash & Spa Tamaro SA. St. Gallisch-Appenzellische Kraftwerke AG. Stadler Rail AG. Stämpfli Verlag AG. Starling Hotel. Steiner Transport AG. Stettler Sapphire AG. Stihl Kettenwerk GmbH & Co KG, Zweigniederlassung Wil. Stirnimann AG, Baumaschinen. STMicroelectronics SA. Streck Transport AG. Streuli Pharma AG. Studio Ingegneria Sciarini SA. Stump's Alpenrose AG. stürmsfs ag. Stutz Holding AG. Surfim SA. SV (Schweiz) AG. Swatch Group SA. Swiss Holiday Park AG. Swiss Risk & Care. Swiss Space Systems Holding SA. SwissFlock AG. Swisslog Holding AG. Swissôtel Métropole Genève. Swissquote Bank SA. Switcher SA. Symbios Orthopédie SA. Symetis. Syngenta AG. Systems Assembling SA.

## **T**

T+R AG. TAG Aviation SA. TAG Heuer. Taiana SA. Tapos SA. TCS Assurances SA. Tech Data (Schweiz) AG. Tech Insta SA. Télèverbier SA. Telsonic AG. Temenos Group AG. Tesa SA. Thalia SA. Thermo Fisher Scientific (Ecublens) Sàrl. Thomann Nutzfahrzeuge AG. Tinext SA. Tornos SA. Totsa Total Oil Trading SA. Trafigura Holding GmbH. Translait SA. Transportgemeinschaft AG. Trecor SA. Treff AG. Treier AG. TreNew Electronic AG. Trumpf Maschinen AG. TSM Compagnie d'Assurances. Tulux Licht.Lumière.

## **U**

UBS AG. UCB Farchim SA. Ugo Bassi SA. Unilever Schweiz GmbH. Unitechnologies AG. Univerre Pro Uva AG. upc cablecom GmbH. Uster Technologies AG.

## **V**

VAC René Junod SA. Vacheron & Constantin SA. Valora Schweiz AG. Varioprint AG. VC999 Verpackungssysteme AG. Vebegeo AG. Veragouth SA. Veriset Küchen AG. VF International SAGL. Victorinox AG. Vögeli AG. Volg Gruppe. Von Arx SA. Von Bergen SA. VTX Telecom SA. V-Zug AG.

## **W**

W. Althaus AG. Wälli AG Ingenieure. Warteck Invest AG. Wegmüller Attikon. Weiss+Appetito AG. Wenger Fenster AG. Westiform AG. WICOR Holding AG. Wilhelm Schmidlin AG. Willi Haustechnik AG. Winterhalter + Fenner AG. Wirteverband Basel-Stadt. Wisi'on Tool AG. Woodpecker Holding AG. Würth AG.

## **Y**

Ypsomed AG.

## **Z**

ZFV-Unternehmungen. Ziemer Ophthalmic Systems AG. Zimmerli of Switzerland. Zuger Kantonalbank. Zürcher Kantonalbank. Zürichsee Schifffahrtsgesellschaft AG.

## **4**

4 B Holding AG. 4PL Central Station Group.

---

# 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 2015

Lors de l'examen du 10 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS laisse la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$  et le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement à la BNS, à  $-0,75$ . La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir sur le marché des changes, afin d'influer au besoin sur l'évolution du cours du franc. Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attrayants. Malgré un certain recul, le franc est selon la BNS toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à réduire la pression sur le franc. La BNS aide ainsi à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique.

Septembre 2015

Lors de l'examen du 17 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS laisse la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$  et le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement à la BNS, à  $-0,75$ . La BNS souligne qu'elle intervient au besoin sur le marché des changes afin de prendre en compte l'influence des cours de change sur l'inflation et l'évolution économique. Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attrayants. Malgré un léger fléchissement, le franc reste selon la BNS toujours nettement surévalué dans l'ensemble. Les intérêts négatifs prélevés en Suisse et la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes ont pour objectif d'affaiblir la pression sur le franc.

Juin 2015

Lors de l'examen du 18 juin de la situation économique et monétaire, la BNS laisse la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$  et le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement à la BNS, à  $-0,75$ . Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attrayants. Selon la BNS, le franc est dans l'ensemble nettement surévalué. La BNS souligne qu'elle continue de prendre en compte la situation sur le marché des changes et l'impact de celle-ci sur l'inflation et l'évolution conjoncturelle. Aussi intervient-elle au besoin sur ce marché en vue d'influer sur les conditions monétaires.

Avril 2015

Le 22 avril, la BNS réduit le nombre de titulaires de comptes de virement non soumis au taux d'intérêt négatif. Seuls les comptes de virement de l'administration fédérale centrale et des fonds de compensation de l'AVS, de l'AI et des APG continuent ainsi de bénéficier d'une dérogation.

Mars 2015

Lors de l'examen du 19 mars de la situation économique et monétaire, la BNS laisse la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs en comptes de virement à la BNS est maintenu à  $-0,75\%$ , et les montants exonérés restent inchangés. Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attrayants. Selon la BNS, le franc est dans l'ensemble nettement surévalué et devrait continuer à s'affaiblir au fil du temps. La BNS souligne qu'elle continue de prendre en compte la situation sur le marché des changes et l'impact de celle-ci sur l'inflation et l'évolution conjoncturelle. Aussi intervient-elle au besoin sur ce marché en vue d'influer sur les conditions monétaires.

Janvier 2015

Le 15 janvier, la BNS abolit le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro. Parallèlement, elle abaisse de 0,5 point le taux d'intérêt appliqué à compter du 22 janvier 2015 aux avoirs en comptes de virement qui dépassent un certain montant exonéré, le fixant à  $-0,75\%$ . La marge de fluctuation du Libor à trois mois est désormais comprise entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ , au lieu de  $-0,75\%$  et  $0,25\%$  précédemment. La baisse de taux doit contribuer à faire en sorte que la suppression du cours plancher n'entraîne pas de durcissement inopportun des conditions monétaires. La Banque nationale indique qu'elle continuera de prendre en compte la situation sur le marché des changes et interviendra au besoin sur ce marché.

#### **Editeur**

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

#### **Conception**

Interbrand AG, Zurich

#### **Composition et impression**

Neidhart + Schön AG, Zurich

#### **Version imprimée**

La version imprimée (exemplaires isolés ou abonnement) peut être obtenue gratuitement à l'adresse suivante:

Banque nationale suisse, Bibliothèque  
Case postale, CH-8022 Zurich  
Téléphone: +41 (0)58 631 32 84  
Fax: +41 (0)58 631 81 14  
E-mail: library@snb.ch

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



#### **Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en**

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

#### **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.

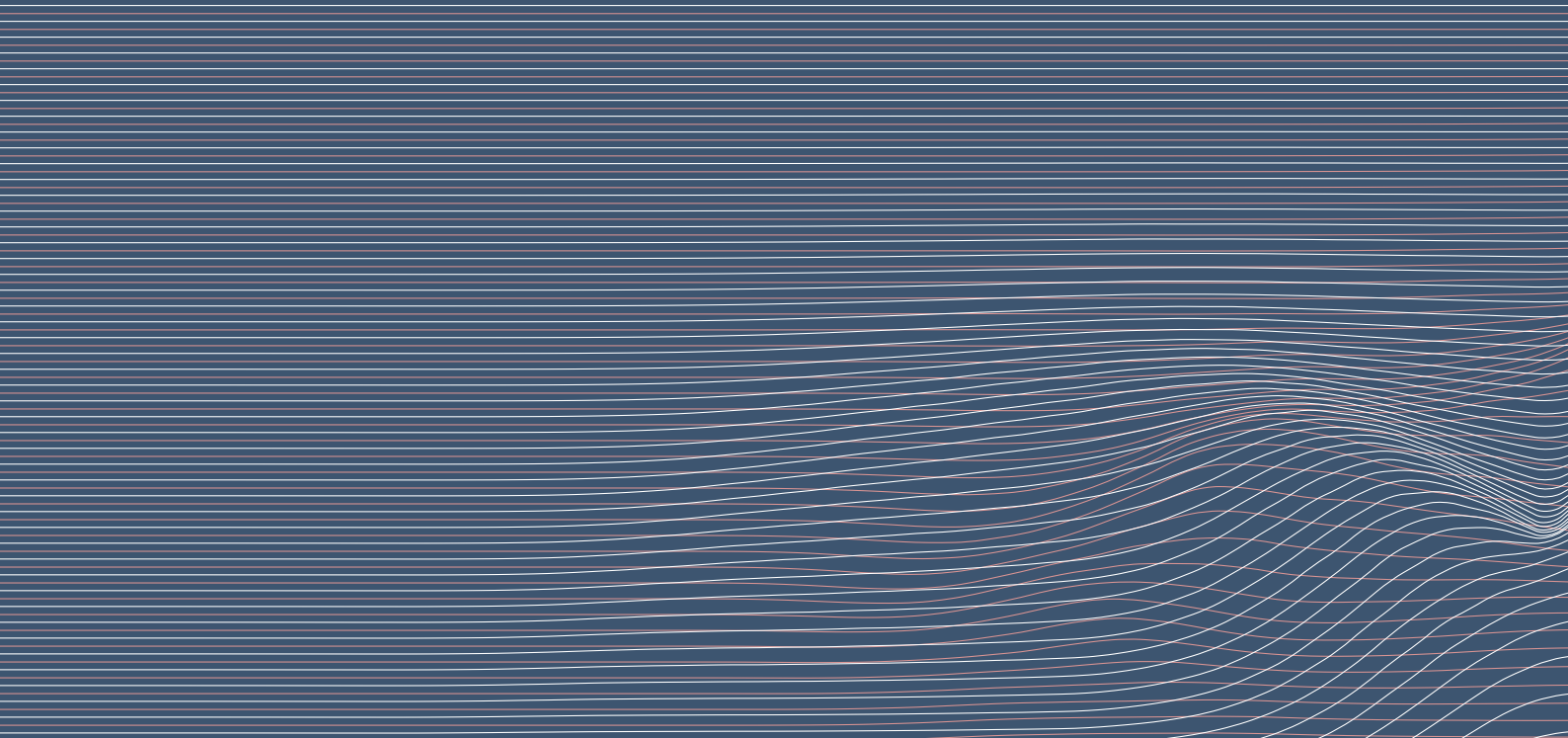
#### **Limitation de la responsabilité**

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 2015







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

