



Bulletin trimestriel
4/2016 Décembre

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



Bulletin trimestriel
4/2016 Décembre
34^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 15 décembre 2016	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	19
5 Evolution monétaire	22
Tendances conjoncturelles	28
Remerciements	32
Chronique monétaire	36

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de décembre 2016 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 15 décembre 2016) 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 15 décembre 2016. 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 15 décembre 2016

La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste

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

La BNS a légèrement révisé à la baisse sa prévision d'inflation conditionnelle à court terme par rapport à celle de septembre. Cela tient avant tout aux taux d'inflation un peu plus faibles en octobre et en novembre que ce qui était escompté. La BNS continue toutefois de tabler sur une inflation de $-0,4\%$ en 2016. Pour 2017, la prévision passe cependant à $0,1\%$, contre $0,2\%$ dans la prévision du trimestre précédent. Pour 2018, la BNS s'attend à un taux

d'inflation de $0,5\%$, contre $0,6\%$ en septembre. 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.

La reprise de l'économie mondiale s'est montrée conforme aux anticipations de la BNS. Aux Etats-Unis, la croissance du produit intérieur brut (PIB) au troisième trimestre s'est de nouveau inscrite largement au-dessus de son potentiel. En outre, la situation s'est encore améliorée sur le marché du travail. Dans les autres grandes zones économiques également, l'évolution conjoncturelle s'est avérée positive au troisième trimestre. La croissance s'est poursuivie à un rythme modéré dans la zone euro et au Japon. En Chine, elle est demeurée soutenue grâce à différentes mesures budgétaires. Au Royaume-Uni, la décision de quitter l'Union européenne (UE) a eu, jusqu'ici, des répercussions moins marquées sur la conjoncture que ce que l'on craignait.

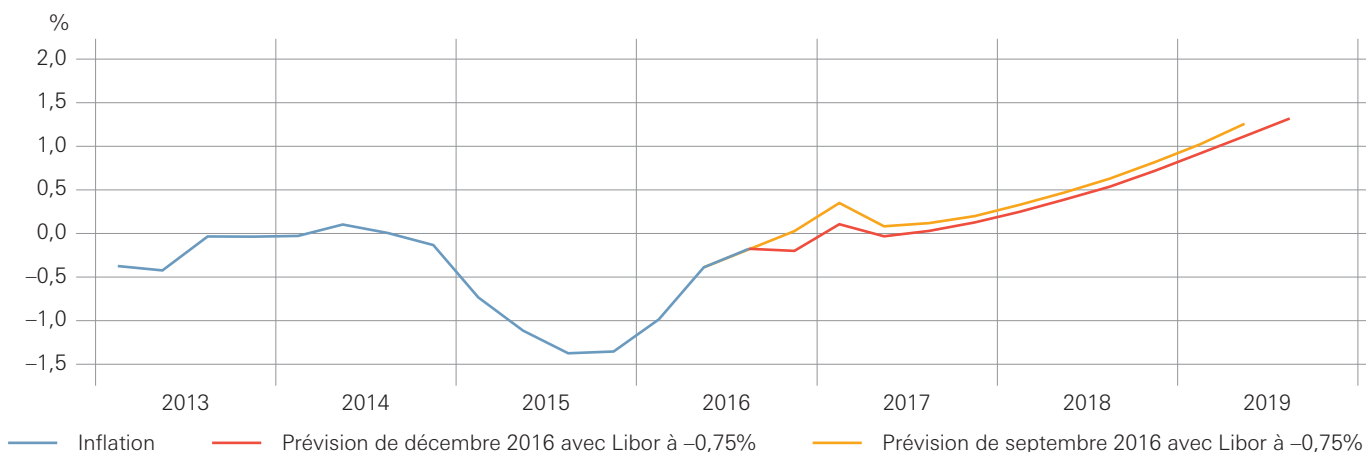
La BNS s'attend à ce que la croissance modérée de l'économie mondiale se poursuive en 2017. Néanmoins, son scénario de base pour cette dernière reste entaché de risques importants. Dans différents pays industrialisés, des problèmes structurels pourraient générer des turbulences. A cela viennent s'ajouter de nombreuses incertitudes politiques, liées en particulier à l'orientation que prendra la politique économique aux Etats-Unis, aux élections qui se tiendront dans plusieurs pays de la zone euro, ainsi qu'aux négociations complexes et de longue haleine concernant la sortie du Royaume-Uni de l'UE.

En Suisse, le PIB a progressé de $0,2\%$ en termes annualisés au troisième trimestre, selon les premières estimations trimestrielles. Il faut toutefois replacer cette faible expansion dans le contexte de la croissance élevée, qui a été enregistrée au deuxième trimestre. Ainsi, par rapport au troisième trimestre 2015, le PIB s'est accru de $1,3\%$.

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 2016

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



Source: BNS.

Dans l'ensemble, les indicateurs conjoncturels laissent présager la poursuite d'une reprise économique modérée en Suisse. Ils confirment la prévision de croissance du PIB établie par la BNS, qui s'inscrit à environ 1,5% pour l'année 2016. Les développements sur le marché du travail vont eux aussi dans ce sens. Le taux de chômage corrigé des variations saisonnières est resté stable à 3,3% jusqu'à novembre. Les indicateurs résultant des enquêtes sur la demande de main-d'œuvre ont continué de se redresser.

Les perspectives pour 2017 sont modérément positives. La BNS table, en 2017 également, sur une progression du PIB d'environ 1,5%. Du fait des risques présents à l'échelle internationale, les prévisions pour la Suisse restent entachées de grandes incertitudes.

Sur les marchés hypothécaire et immobilier, la croissance est demeurée à peu près stable dans les six derniers mois, à un niveau relativement bas. Dans le même temps, les déséquilibres sur ces marchés se sont légèrement atténués, dans l'ensemble, en raison de l'évolution des fondamentaux. Toutefois, ils s'inscrivent toujours à un niveau comparable à celui atteint en 2014, année durant laquelle le volant anticyclique sectoriel de fonds propres a été fixé à 2%. La BNS continue d'observer attentivement les développements sur ces marchés et examine régulièrement s'il y a lieu d'adapter le niveau du volant anticyclique de fonds propres.

Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

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

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

Tableau 1.1

INFLATION OBSERVÉE, DÉCEMBRE 2016

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

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 2016

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

Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

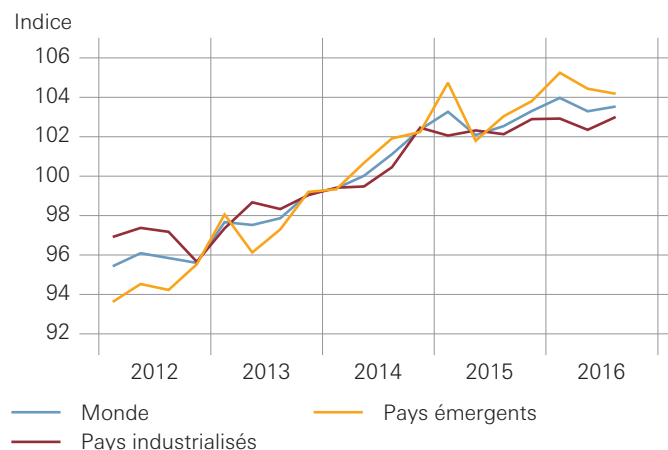
Depuis l'examen trimestriel de septembre, la progression de l'économie mondiale s'est montrée conforme aux anticipations et a poursuivi son redressement. L'utilisation des capacités de production s'améliore progressivement dans de nombreux pays, comme le montre principalement le marché du travail, où l'emploi augmente et le chômage recule. La croissance économique mondiale ne bénéficie toutefois pas encore d'une large assise. Ainsi, la demande d'investissements et le commerce international demeurent modestes. La pression inflationniste reste également faible à l'étranger. De plus, la hausse du prix de l'énergie se traduit certes par une augmentation notable du renchérissement, mais l'inflation sous-jacente reste faible dans de nombreux pays. Aussi les banques centrales poursuivent-elles leurs politiques monétaires expansionnistes.

Parmi les pays industrialisés, les Etats-Unis bénéficient du cycle conjoncturel le plus avancé. De nouveau porté par la consommation des ménages, le produit intérieur brut (PIB) américain s'est à nouveau inscrit bien au-dessus de la croissance potentielle au troisième trimestre. La situation sur le marché du travail a également continué de s'améliorer. Désormais, les Etats-Unis connaissent presque le plein emploi, comme en témoigne aussi la croissance plus forte des salaires réels. Le renchérissement se rapproche de l'objectif fixé par la Réserve fédérale américaine. Dans ce contexte, celle-ci a décidé le 14 décembre de relever ses taux directeurs de 25 points de base.

Graphique 2.1

EXPORTATIONS MONDIALES

Moyenne de la période considérée = 100



Sources: CPB et Thomson Reuters Datastream.

Tableau 2.1

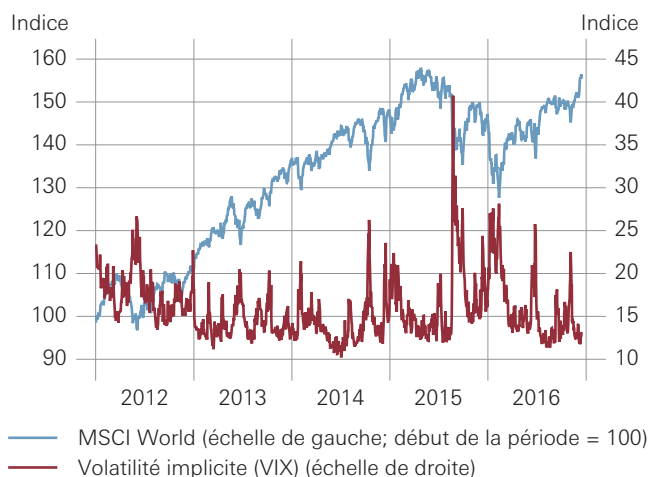
SCÉNARIO DE BASE POUR L'ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

	2012	2013	2014	2015	Scénario	
					2016	2017
PIB, variation en % par rapport à l'année précédente						
Economie mondiale ¹	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	3,6
Etats-Unis	2,2	1,7	2,4	2,6	1,5	2,2
Zone euro	-0,9	-0,3	1,2	2,0	1,6	1,4
Japon	1,5	2,0	0,2	1,2	1,0	1,1
Prix du baril de pétrole en USD	111,7	108,7	99,0	52,5	43,2	47,0

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

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

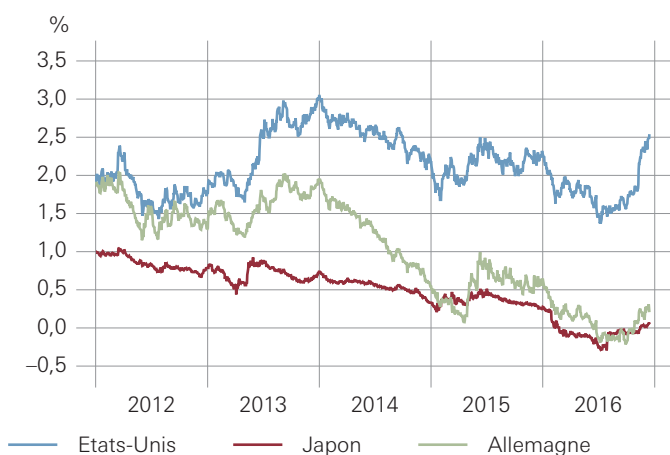
MARCHÉS DES ACTIONS

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE

Titres d'Etat à 10 ans

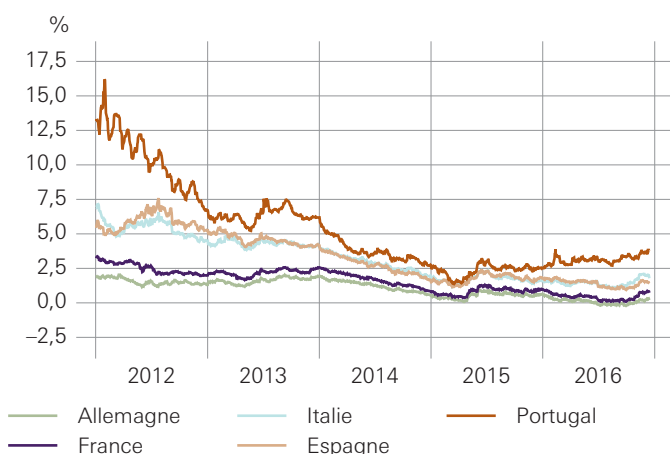


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

Dans les autres grandes zones économiques également, l'évolution conjoncturelle s'est avérée positive au troisième trimestre. La croissance s'est poursuivie à un rythme modéré dans la zone euro et au Japon. En Chine, la croissance est demeurée forte grâce à différentes mesures de politique budgétaire. Au Royaume-Uni, l'impact conjoncturel du Brexit est jusqu'à présent moins visible que ce que l'on craignait, mais il faut toujours s'attendre à ce que la performance économique du pays soit affectée au cours des prochains trimestres.

Le scénario de base de la BNS reste largement inchangé. La Banque nationale s'attend à ce que la croissance modérée de l'économie mondiale se poursuive en 2017. Ainsi, les perspectives économiques devraient également continuer de s'améliorer, notamment dans la zone euro, et le renchérissement devrait gagner quelque peu du terrain.

Toutefois, la prévision pour l'économie mondiale comporte encore des risques considérables. Dans différents pays industrialisés, des problèmes structurels, tels que la fragilité du système financier, le niveau élevé de la dette publique, ou encore la faiblesse du potentiel de croissance, pourraient causer des turbulences. A cela viennent s'ajouter de nombreuses incertitudes politiques. Premièrement, il est encore impossible de prévoir l'orientation que prendra la politique économique aux Etats-Unis après les élections présidentielles. Deuxièmement, des élections importantes auront lieu l'année prochaine dans plusieurs pays de la zone euro. Troisièmement, les négociations concernant la sortie du Royaume-Uni de l'UE seront complexes et de longue haleine.

Pour établir ses prévisions relatives à l'économie mondiale, la BNS se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole et celui de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 47 dollars des Etats-Unis le baril de Brent et d'un cours de 1,09 dollar pour 1 euro. Ces deux données correspondent, au moment de l'établissement du présent scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de mi-septembre, les marchés financiers internationaux sont restés volatils, notamment en raison du résultat de l'élection présidentielle et de l'élection du Congrès aux Etats-Unis le 8 novembre. La volatilité des actions américaines (VIX), qui est calculée d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés, a sensiblement augmenté après ce résultat, avant de se normaliser au bout de quelques jours (voir graphique 2.2). L'indice mondial MSCI et l'indice américain S&P 500 ont réagi par une correction à court terme, avant de remonter à son plus haut niveau de l'année pour le premier, et à un pic absolu pour le second.

Les taux d'intérêt à long terme ont également enregistré des mouvements notables. Portés par l'évolution aux Etats-Unis, les rendements des obligations d'Etat à long terme ont progressé sensiblement dans tous les pays industrialisés sauf au Japon, où la banque centrale maintient délibérément les rendements des obligations d'Etat à dix ans à 0% depuis fin septembre. Aux Etats-Unis, les rendements ont retrouvé leur niveau de la mi-2015, traduisant notamment les anticipations d'une hausse des dépenses publiques sous la nouvelle administration et d'un resserrement de la politique monétaire en décembre. Les rendements des obligations d'Etat à long terme ont également augmenté de manière notable dans les pays de la zone euro, et sont de nouveau positifs en Allemagne (voir graphiques 2.3 et 2.4). Le fait que les marchés ne tablent plus sur une nouvelle baisse des taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) y a contribué. De plus, l'écart de rendement par rapport aux obligations d'Etat allemandes s'est de nouveau creusé dans plusieurs pays périphériques de la zone euro.

La valeur du dollar des Etats-Unis pondérée par le commerce extérieur s'est accrue, tandis que le yen s'est affaibli de manière symétrique. L'euro a eu tendance à se stabiliser. Par contre, la livre sterling a encore enregistré de fortes fluctuations, mais elle ne s'est globalement pas davantage dépréciée (voir graphique 2.5).

Sur les marchés des matières premières, le cours du pétrole a crû après que l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et les pays non membres de l'OPEP ont convenu de limiter conjointement la production. Les cours des métaux industriels ont enregistré une hausse sensible à la suite d'anticipations positives (voir graphique 2.6).

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a retrouvé de sa vigueur au troisième trimestre, et son PIB a augmenté de 3,2% (voir graphique 2.7). La consommation des ménages reste le principal soutien de la croissance. De plus, les exportations ont fortement augmenté. L'emploi a poursuivi sa solide progression ces derniers mois, et le chômage est descendu à 4,6% en novembre (voir graphique 2.10). Les capacités du marché du travail sont bien utilisées. Par ailleurs, la croissance des salaires s'affermi progressivement.

Jusqu'à présent, l'économie américaine a affiché une évolution conforme aux anticipations de septembre. La BNS n'a donc pratiquement pas modifié ses prévisions de croissance pour les Etats-Unis, à savoir 1,5% en 2016 et 2,2% en 2017 (voir tableau 2.1). Compte tenu de la situation favorable sur le marché du travail, la consommation des ménages devrait constituer le moteur de la croissance. Soutenus par la légère hausse des cours du pétrole, les investissements des entreprises dans le secteur énergétique devraient progressivement retrouver de leur vigueur. L'orientation de la politique économique

Graphique 2.5

COURS DE CHANGE

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

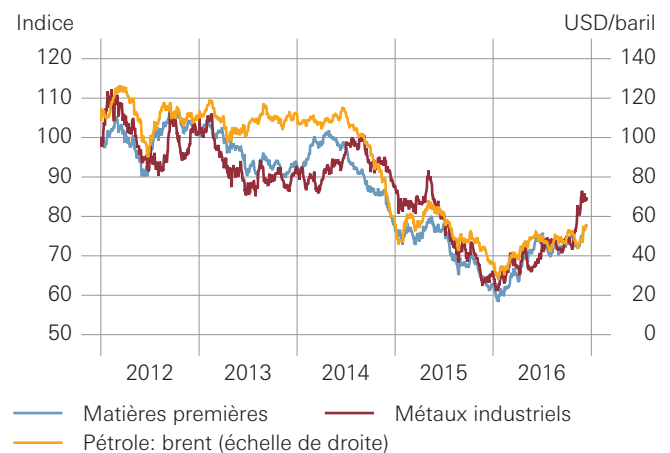


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Début de la période = 100

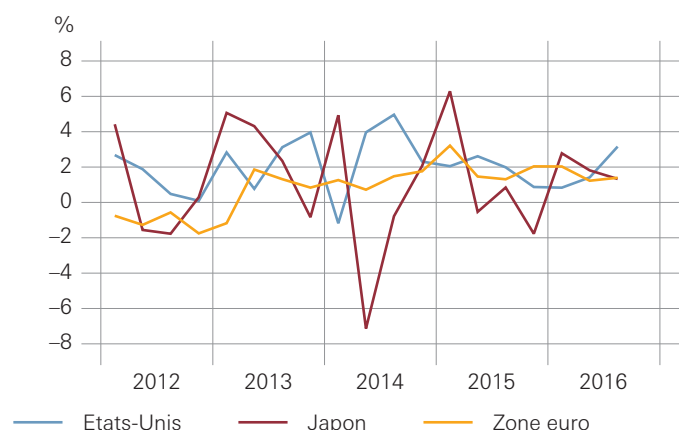


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

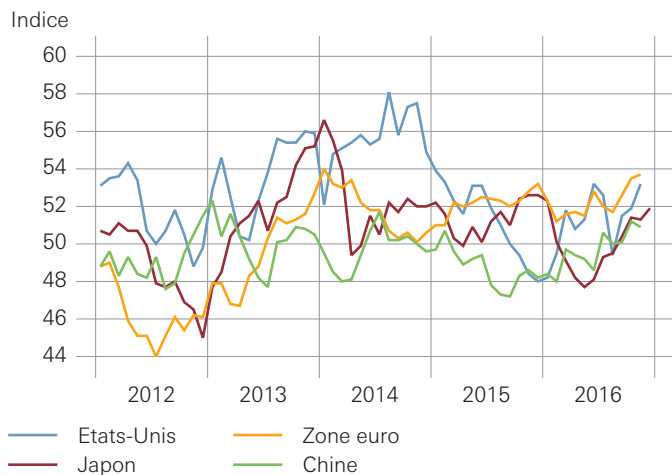
Variation par rapport à la période précédente



1 Estimation BNS.

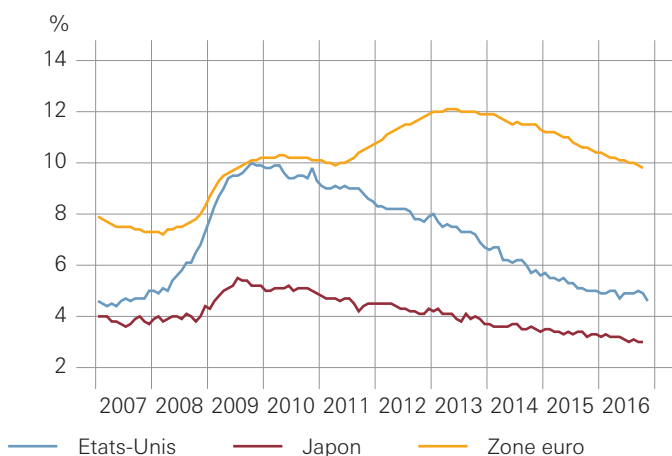
Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

constitue toutefois une importante source d'incertitude. La ligne du futur gouvernement n'étant pas prévisible pour le moment, la BNS ne modifie provisoirement pas ses hypothèses en la matière.

En octobre, le renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a atteint 1,6%, soit son plus haut niveau sur les deux dernières années. L'inflation sous-jacente s'est inscrite à 2,1%. Étant donné la situation favorable sur le marché du travail et l'évolution satisfaisante du renchérissement, la Réserve fédérale a décidé en décembre de relever de 25 points de base la marge de fluctuation de son taux directeur pour la porter à 0,5%-0,75%. La dernière augmentation avait eu lieu il y a un an (voir graphique 2.13).

ZONE EURO

Dans la zone euro, le PIB a progressé de 1,4% au troisième trimestre (voir graphique 2.7). Tant l'activité dans l'industrie manufacturière que la construction ont retrouvé de leur vigueur. L'emploi a progressé de manière un peu plus dynamique et le chômage est tombé en octobre à son plus bas niveau depuis juillet 2009 (voir graphique 2.10).

Soutenue par la politique monétaire expansionniste et par des conditions de financement favorables, la lente reprise devrait se poursuivre dans la zone euro. L'utilisation des capacités dans l'industrie et dans le secteur tertiaire s'est améliorée. Le climat et les plans d'embauche à court terme sont donc plus optimistes d'après les enquêtes réalisées. Les perspectives de croissance restent toutefois marquées par des risques majeurs, dont la fragilité du secteur bancaire en Italie et les conséquences du référendum britannique sur la sortie de l'UE. Le Brexit ne pèse certes pas encore sur la conjoncture dans la zone euro, mais une grande incertitude demeure quant aux futures relations économiques avec le Royaume-Uni, ce qui pourrait en particulier affecter les investissements. Enfin, il existe des incertitudes politiques liées aux élections prévues en 2017 dans des pays importants. Pour la zone euro, la BNS table encore sur une croissance du PIB de 1,6% en 2016 et de 1,4% en 2017.

Dans le sillage de l'augmentation du prix de l'énergie, l'inflation calculée par l'évolution des prix à la consommation s'est encore accrue jusqu'en novembre pour s'inscrire à 0,6%, tandis que l'inflation sous-jacente stagnait à quasiment 1%. Les anticipations d'inflation à moyen terme calculées sur la base d'indicateurs financiers ont légèrement progressé, tout en restant dans l'ensemble à un faible niveau.

La BCE a laissé ses taux directeurs inchangés. Compte tenu du rythme insuffisant du renchérissement, elle prévoit cependant de poursuivre ses achats de titres jusqu'en juin 2017 au moins, et non plus jusqu'en mars 2017. Toutefois, les volumes mensuels concernés devraient reculer à partir d'avril, passant de 80 milliards à 60 milliards d'euros.

JAPON

Au Japon, le PIB a progressé de 1,3% au troisième trimestre (voir graphique 2.7). En outre, à la suite d'une révision complète des données, la croissance moyenne des dernières années, et notamment celle du premier semestre 2016, est légèrement supérieure aux premières estimations. Cette révision à la hausse concerne surtout les investissements des entreprises et la consommation des ménages. Le redressement du marché du travail s'est poursuivi. Le chômage s'est établi à 3% en octobre, soit à son plus bas niveau depuis le milieu des années 1990 (voir graphique 2.10).

La conjoncture devrait continuer d'évoluer positivement ces prochains trimestres. Les conditions favorables sur le marché du travail soutiendront la consommation des ménages. De plus, les investissements dans les infrastructures découlant du train de mesures conjoncturelles adopté en août devraient fournir de premières impulsions. La volatilité du cours de change reste un défi, mais l'incidence sur les exportations de l'appréciation du yen intervenue jusqu'en milieu d'année devraient se dissiper progressivement. En 2016, la progression du PIB devrait être de 1%, soit légèrement au-dessus de la croissance potentielle estimée. Pour 2017, la prévision est de 1,1%.

Sous l'influence du prix de l'énergie et de la fermeté du yen, l'inflation mesurée par l'évolution des prix à la consommation se situait dans la zone négative jusqu'en septembre. En octobre, le renchérissement annuel a augmenté en raison d'une poussée des prix des denrées alimentaires fraîches et s'est établi à 0,1% (voir graphique 2.11). Si l'on se réfère à l'hypothèse concernant le cours du pétrole (voir tableau 2.1), le renchérissement annuel devrait redevenir positif dès 2017, mais son rythme reste faible dans l'ensemble. Ainsi, l'inflation sous-jacente s'inscrit à 0,2% (voir graphique 2.12), et les anticipations d'inflation à long terme, qui sont calculées à partir d'enquêtes auprès des entreprises, demeurent sensiblement inférieures à l'objectif d'inflation de 2% fixé par la banque centrale du Japon.

Dans ce contexte, la Banque du Japon a modifié sa stratégie de politique monétaire en plaçant désormais la courbe des taux au cœur de cette politique (*QQE with yield curve control*) et en adoptant une valeur cible d'environ 0% pour les rendements des obligations d'Etat japonaises à dix ans. De plus, elle devrait poursuivre les achats de titres jusqu'à ce que l'inflation dépasse 2%. Par ailleurs, elle a réaffirmé sa volonté d'assouplir encore sa politique monétaire en cas de besoin. Depuis, la courbe des taux des obligations d'Etat japonaises est restée stable.

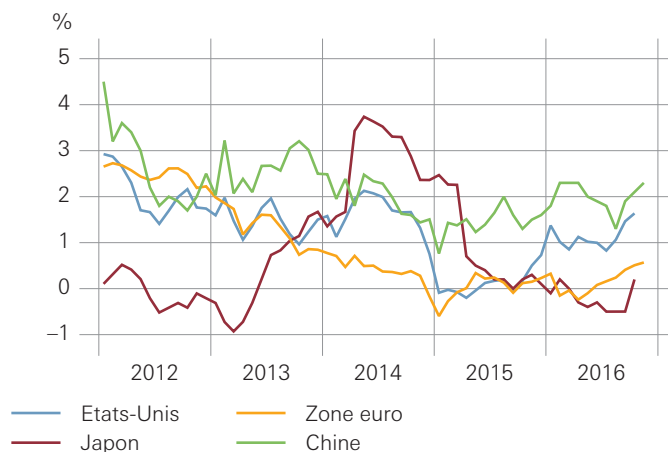
ÉCONOMIES ÉMERGENTES

L'évolution conjoncturelle est demeurée hétérogène dans les principales économies émergentes. En Chine, le PIB a encore affiché une forte hausse au troisième trimestre. La croissance a été portée par l'industrie et par le secteur

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente

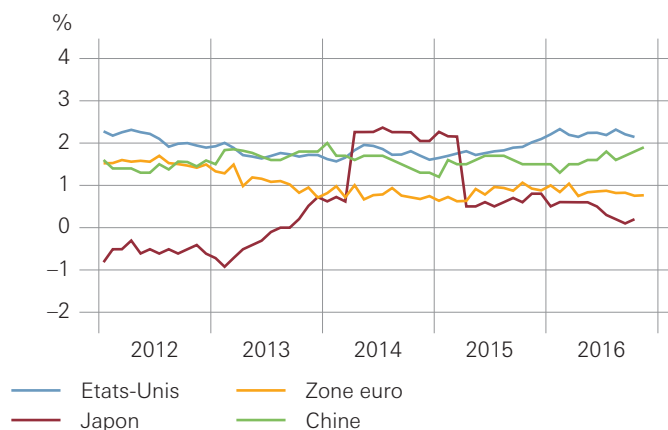


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

Variation par rapport à l'année précédente

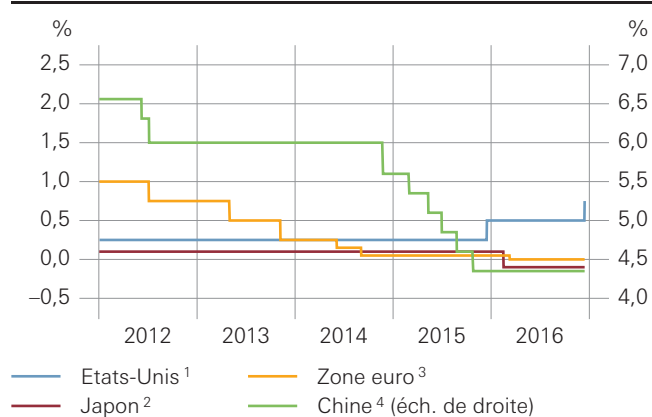


1 Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS



1 Taux des fonds fédéraux.

2 Taux cible au jour le jour.

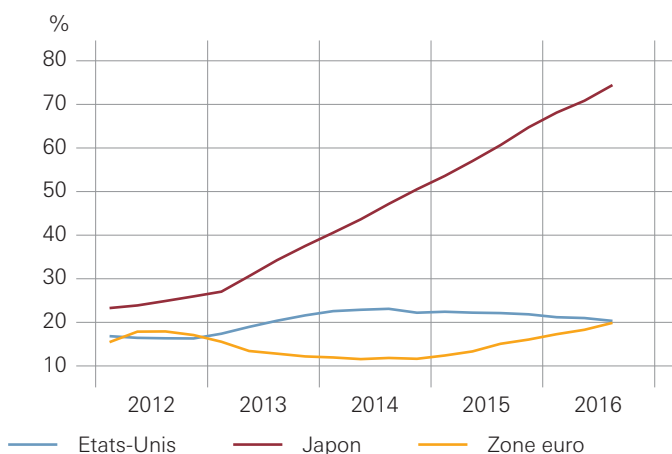
3 Taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

4 Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

tertiaire, tandis que l'activité de construction a un peu perdu de sa vigueur. En Inde, le PIB a progressé conformément au potentiel de production. En Russie, il a de nouveau augmenté après une longue récession. En revanche, le Brésil est toujours en proie à une profonde récession.

Les perspectives concernant ces pays n'ont pas fondamentalement changé. En Chine, la croissance s'affaiblira progressivement, car les mesures budgétaires destinées à stimuler l'économie arrivent peu à peu à leur terme. De plus, le gouvernement a adopté des mesures pour prévenir une surchauffe du marché immobilier. Le marché intérieur devrait cependant rester le moteur de la croissance dans les trimestres à venir. La BNS table sur une progression du PIB chinois de 6,7% en 2016 et de 6,5% en 2017. En Inde, une incertitude accrue pèse sur les perspectives conjoncturelles depuis que le gouvernement a exécuté, en novembre, une réforme du numéraire inattendue et démonétisé une grande partie du numéraire en circulation. Il est possible qu'un approvisionnement insuffisant en numéraire freine la croissance à court terme. En Russie et au Brésil, le raffermissement des prix des matières premières soutient la conjoncture. L'activité économique devrait progressivement se redresser dans ces deux pays grâce à la stabilisation des revenus en termes réels et à l'amélioration des conditions monétaires.

L'inflation a reculé dans la plupart des pays mentionnés. En Inde, elle a fléchi en novembre pour s'inscrire à 3,6%, soit à un niveau toujours compris dans la marge de fluctuation visée de 2% à 6%. Au Brésil et en Russie également, l'inflation a un peu diminué, mais elle demeure à un niveau élevé (respectivement 7% et 5,8%). En revanche, elle a de nouveau légèrement progressé en Chine (2,3%).

Les banques centrales d'Inde, de Russie et du Brésil ont abaissé leurs taux directeurs pour soutenir la conjoncture. Celui de la Banque de Chine est, quant à lui, resté inchangé.

3 Evolution économique en Suisse

D'après les premières estimations officielles, le PIB suisse n'a que légèrement progressé au troisième trimestre. A l'exception de l'industrie manufacturière et des échanges de biens (hors commerce de transit), il n'y a eu d'impulsions significatives ni du côté de la production ni de celui de la demande. Ces estimations trimestrielles doivent être replacées dans le contexte de la forte hausse de l'activité économique enregistrée durant la période précédente.

L'utilisation des capacités de production de l'ensemble de l'économie demeure insatisfaisante. Selon les enquêtes, différentes branches – notamment l'industrie manufacturière et le commerce de détail – présentaient une sous-utilisation des capacités techniques au troisième trimestre. La construction, qui affichait de nouveau un niveau sensiblement supérieur à sa moyenne de long terme, constitue une exception.

Le lent redressement du marché du travail s'est poursuivi. Ainsi, le nombre de chômeurs en données corrigées des variations saisonnières a quelque peu baissé au cours des derniers mois. Le taux de chômage en données désaisonnalisées est en revanche resté inchangé.

Les premières estimations trimestrielles de la comptabilité nationale étant incertaines par nature, la Banque nationale se fonde sur un large éventail d'informations supplémentaires pour évaluer la situation économique. Les indicateurs disponibles font apparaître une reprise continue depuis la mi-2015, qui s'est poursuivie au second semestre 2016. La nouvelle amélioration du climat dans la zone euro et dans d'autres Etats industrialisés constitue notamment un facteur important. Elle crée un environnement plus favorable pour les exportations suisses. Dans l'ensemble, l'évolution des indicateurs conjoncturels confirme la prévision actuelle de croissance du PIB, qui s'inscrit à environ 1,5% pour l'année 2016. La reprise devrait se poursuivre à un rythme modéré l'année prochaine. La BNS table également sur une croissance d'environ 1,5% pour l'ensemble de l'année 2017.

DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

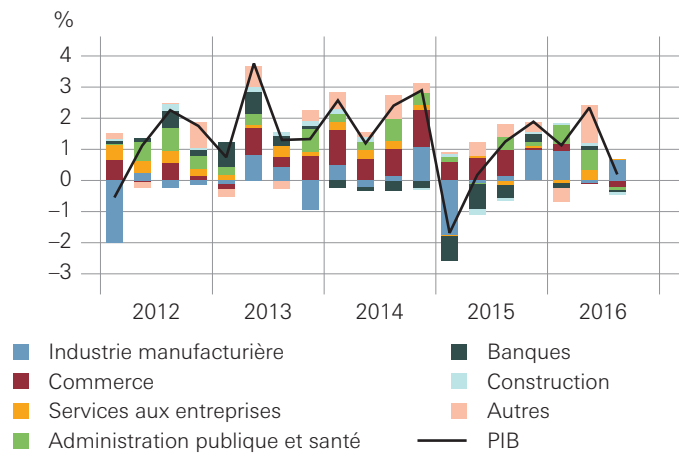
Troisième trimestre atone

D'après les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le PIB a progressé de 0,2% au troisième trimestre, après une hausse de 2,3% au trimestre précédent. Du côté de la production, seule l'industrie

Graphique 3.1

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

Variation par rapport à la période précédente

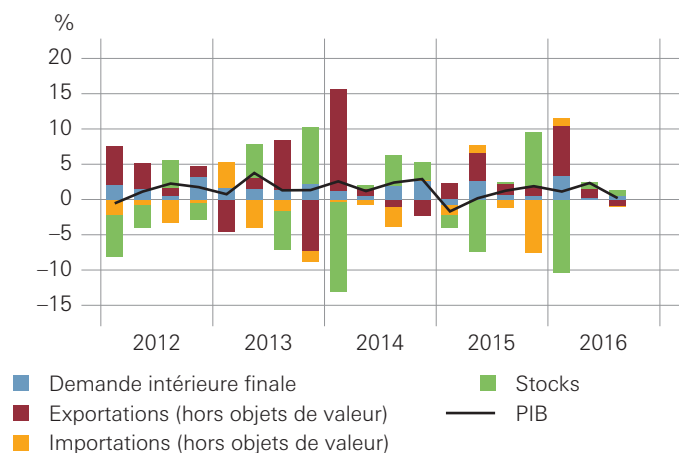


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

DEMANDE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

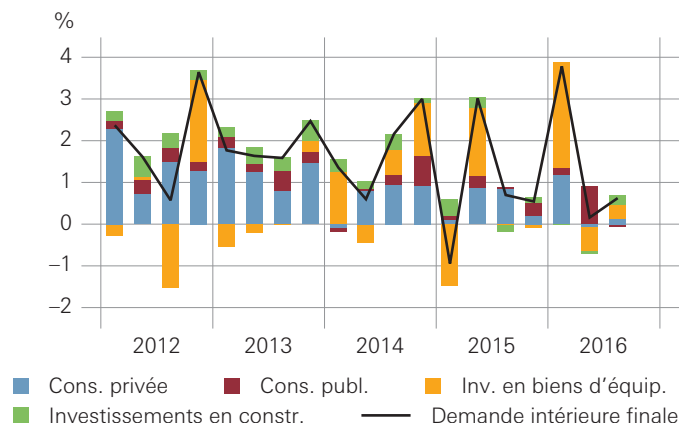


Source: SECO.

Graphique 3.3

DEMANDE INTÉRIEURE FINALE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

manufacturière contribue substantiellement à la croissance. Les impulsions sont restées faibles dans les autres branches. La plupart ont enregistré soit une croissance modérée, soit un recul de la création de valeur (voir graphique 3.1).

Fléchissement des exportations

Après avoir connu une évolution positive aux trimestres précédents, les exportations ont légèrement diminué au troisième trimestre, tandis que les importations ont enregistré une hausse marginale. La contribution du commerce extérieur à la croissance est donc négative (voir tableau 3.1).

Le recul des exportations est essentiellement dû à la faible croissance enregistrée dans le commerce de transit et dans les services. En revanche, les exportations de biens hors commerce de transit ont continué de progresser, portées par la demande provenant des pays industrialisés. Les exportations de produits pharmaceutiques, en particulier, ont sensiblement augmenté. Les exportations de produits de la métallurgie ont également évolué favorablement.

Progression modérée de la demande intérieure

La demande intérieure (variation des stocks incluse) a légèrement progressé au troisième trimestre, compensant ainsi la contribution négative du commerce extérieur au PIB (voir graphiques 3.2 et 3.3). Les investissements en biens d'équipement ont poursuivi leur légère tendance à la hausse observée depuis début 2014. Les investissements en constructions se sont également quelque peu redressés après une phase de stagnation. Selon les résultats de l'enquête réalisée par la Société Suisse des Entrepreneurs, cette progression s'explique exclusivement par l'évolution positive enregistrée dans le génie civil. Dans la construction de logements, les investissements ont en revanche stagné.

La consommation des ménages est restée atone, ce qui va de pair avec le léger ralentissement de la progression des revenus au cours des derniers trimestres et la persistance d'un climat de consommation morose.

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2012	2013	2014	2015	2014	2015				2016		
					T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Consommation privée	2,6	2,2	1,2	1,1	1,5	0,1	1,4	1,4	0,3	1,9	-0,1	0,2
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,1	2,3	1,5	2,2	5,5	0,9	2,4	0,4	2,4	1,5	7,2	-0,4
Investissements	2,9	1,1	2,8	1,6	5,2	-4,2	7,0	-0,7	0,2	9,2	-2,4	2,1
Construction	2,9	3,1	3,2	2,2	1,2	3,7	2,5	-1,7	1,4	0,0	-0,8	2,1
Biens d'équipement	2,8	-0,2	2,6	1,3	7,9	-9,0	10,1	0,0	-0,6	15,7	-3,4	2,0
Demande intérieure finale	2,6	1,9	1,7	1,3	3,0	-0,9	3,0	0,7	0,5	3,8	0,2	0,6
Variation des stocks ¹	-1,0	0,6	-0,8	-0,3	2,6	-1,8	-7,4	0,3	7,6	-10,5	0,8	0,7
Exportations totales ²	3,0	0,0	5,2	2,2	-4,5	4,4	7,6	2,9	2,8	13,7	2,6	-1,7
Biens ²	0,9	-2,3	5,8	2,5	-8,3	8,7	11,1	1,3	-1,2	24,5	-0,9	-1,0
Biens sans commerce de transit ²	1,7	-1,0	4,0	0,7	-4,4	-9,7	5,0	4,5	13,0	8,3	3,8	5,0
Services	7,4	4,7	4,0	1,6	3,3	-3,4	1,0	6,1	11,0	-4,7	9,9	-3,0
Importations totales ²	4,4	1,4	3,2	3,0	-0,1	3,2	-2,5	2,9	19,4	-2,7	0,1	0,6
Biens ²	2,3	0,7	1,7	0,0	-6,1	2,5	-10,9	4,3	20,0	0,2	1,8	1,0
Services	9,3	2,9	6,4	9,0	13,2	4,5	15,5	0,5	18,2	-8,0	-3,1	-0,2
Commerce extérieur ³	-0,2	-0,6	1,3	-0,1	-2,4	0,9	4,9	0,3	-6,2	8,2	1,3	-1,1
PIB	1,0	1,8	2,0	0,8	2,9	-1,7	0,2	1,2	1,9	1,1	2,3	0,2

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

Sur le marché du travail, le redressement très progressif s'est poursuivi.

Léger recul du chômage

Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a atteint son plus haut niveau en juillet et a quelque peu reculé depuis. Fin novembre, il s'élevait à 148 000 personnes en données corrigées des variations saisonnières. Le taux de chômage en données désaisonnalisées établi par le SECO s'établit à 3,3% depuis octobre 2015 (voir graphique 3.4).

L'Office fédéral de la statistique (OFS) calcule par ailleurs un taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT) sur la base de l'Enquête suisse sur la population active (ESPA) réalisée auprès des ménages. Ce taux s'est maintenu à 4,6% au troisième trimestre, soit un niveau toujours supérieur à celui du chômage calculé par le SECO. Cette différence tient essentiellement au fait que l'enquête réalisée auprès des ménages englobe également les personnes sans emploi qui ne sont pas ou plus inscrites auprès d'un ORP.

Nouvelle progression de l'emploi

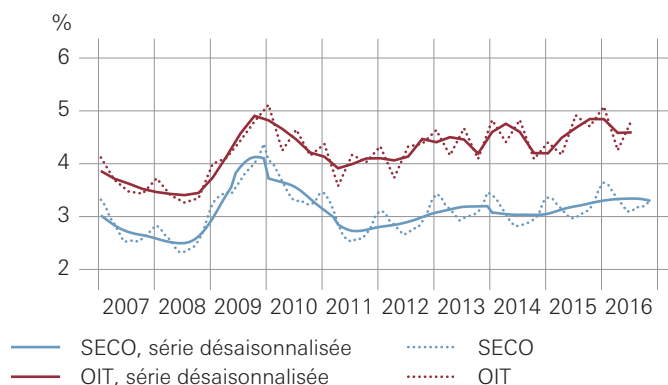
Le nombre de personnes recensées dans la statistique de la population active occupée, en données corrigées des variations saisonnières, a de nouveau augmenté au troisième trimestre (voir graphique 3.5). Cette statistique repose elle aussi en grande partie sur l'enquête ESPA.

La statistique de l'emploi, qui est basée sur une enquête réalisée auprès des entreprises, indique en revanche que le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps a stagné au troisième trimestre. L'emploi a poursuivi sa légère progression dans les services, tandis qu'il s'est de nouveau replié dans l'industrie et la construction (voir graphique 3.6).

Les signaux donnés par ces deux enquêtes étaient récemment contradictoires. Comme le chômage, en dépit de la poursuite d'une immigration nette, a quelque peu reculé, on peut supposer que l'emploi a légèrement progressé dans l'ensemble. Cette conclusion est également étayée par les indicateurs avancés de l'emploi fournis par différentes enquêtes conjoncturelles, qui se sont raffermis depuis mi-2015 (voir graphique 3.11).

Graphique 3.4

TAUX DE CHÔMAGE

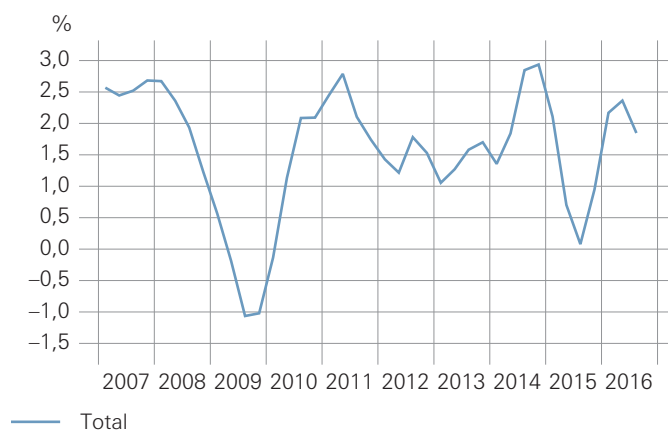


SECO: chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après les recensements de 2000 et de 2010 et les relevés structurels 2012 à 2014.
OIT: taux de chômage selon la définition de l'Organisation internationale du travail.
Sources: OFS et SECO.

Graphique 3.5

PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

Variation par rapport à la période précédente

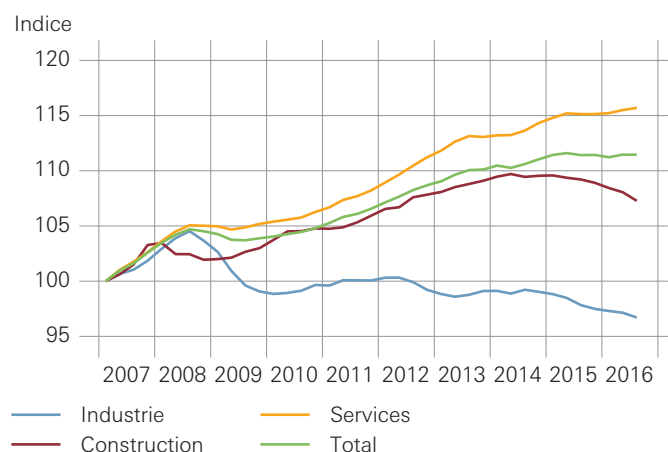


Source: Office fédéral de la statistique (OFS); correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

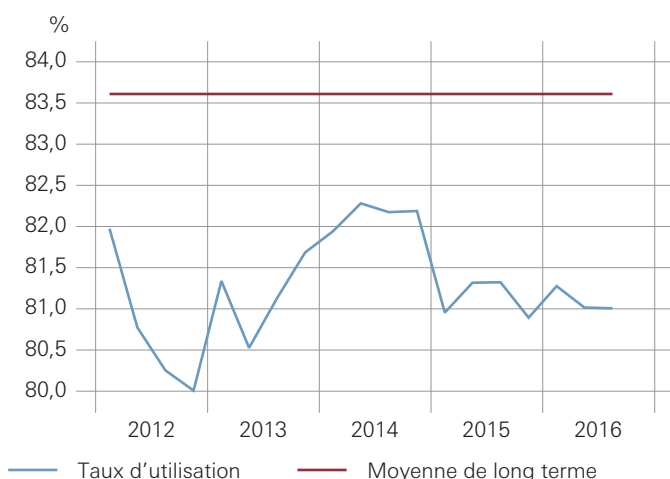
EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

Début de la période = 100



Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

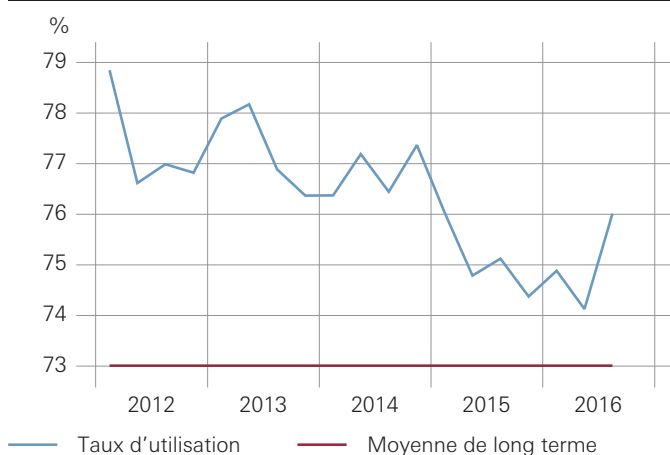
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



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

Graphique 3.8

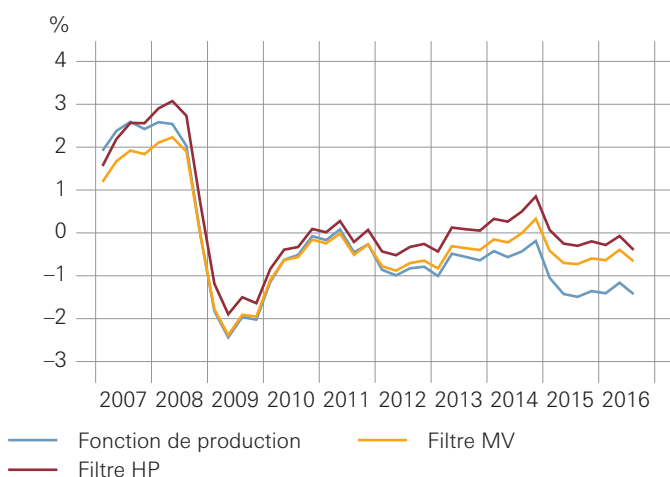
UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

Graphique 3.9

ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Sous-utilisation dans l'industrie

Le taux d'utilisation des capacités techniques reste insatisfaisant dans plusieurs secteurs de l'économie. Dans l'industrie manufacturière, il est resté inchangé à 81% au troisième trimestre, selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF). Il demeure ainsi nettement inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.7). Dans les services, les résultats disponibles des enquêtes indiquent dans l'ensemble un taux d'utilisation moyen. L'utilisation des capacités est cependant aussi insuffisante dans certains segments, notamment le commerce de détail. Dans la construction, en revanche, le taux d'utilisation a augmenté, dépassant de nouveau sensiblement sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8).

Ecart de production négatif

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. Cet écart s'est légèrement creusé au troisième trimestre. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, il était de $-1,4\%$ au troisième trimestre, contre $-1,2\%$ au trimestre précédent. Avec d'autres méthodes, notamment le filtre de Hodrick et Prescott, l'écart obtenu est moins fortement négatif (voir graphique 3.9).

Cette différence tient à la méthode de calcul du potentiel de production. La méthode de la fonction de production tient compte de l'offre de main-d'œuvre et du stock de capital de l'économie. Etant donné que l'offre de main-d'œuvre, notamment, s'est constamment accrue ces dernières années (principalement du fait de l'immigration), le potentiel de production et, par conséquent, l'écart de production estimés selon cette méthode affichent des niveaux plus élevés que ceux établis à l'aide du filtre de Hodrick et Prescott, lequel repose exclusivement sur l'évolution du PIB. Le filtre multivarié indique également un écart de production un peu plus fortement négatif que le filtre de Hodrick et Prescott pour le troisième trimestre. En plus du PIB, il tient compte de l'inflation, du taux de chômage et de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie (voir l'encadré concernant la révision du filtre multivarié, page 17).

Révision du filtre multivarié servant à estimer l'écart de production

Le *Bulletin trimestriel* présente régulièrement des estimations de l'écart de production pour la Suisse. Celles-ci reposent sur trois méthodes différentes: le filtre de Hodrick et Prescott, la fonction de production et le filtre multivarié (filtre MV). Dans la présente édition du *Bulletin trimestriel*, la BNS a révisé la méthode du filtre MV. Selon l'estimation de l'écart de production faite sur la base de cette méthode révisée, l'écart était majoritairement négatif au cours des années passées, contrairement à ce qui ressortait des estimations réalisées jusqu'ici (voir graphique).

A la différence des méthodes univariées, telles que le filtre de Hodrick et Prescott, souvent utilisé, les filtres multivariés n'estiment pas l'écart de production uniquement à partir du produit intérieur brut, mais s'appuient sur d'autres indicateurs afin d'améliorer la précision de l'estimation et d'en faciliter l'interprétation. Ainsi, l'estimation présentée jusqu'ici dans le *Bulletin trimestriel* repose également sur l'évolution de l'inflation, car une hausse de cet indicateur signale une amélioration de l'utilisation des capacités de production de l'économie.

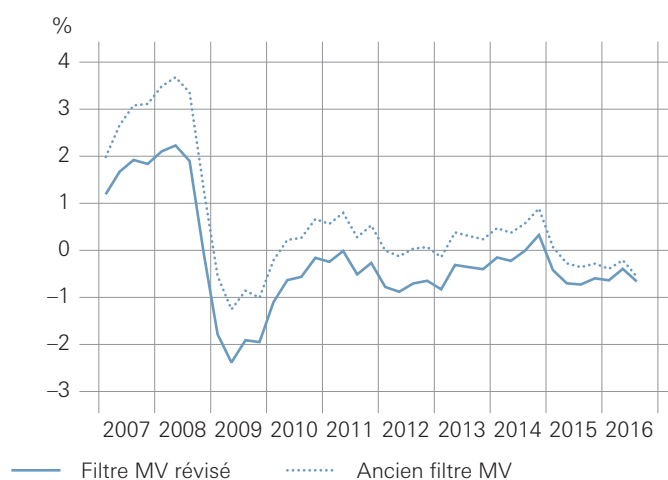
Le filtre MV révisé s'appuie non seulement sur l'inflation, mais également sur des informations relatives au chômage et à l'utilisation des capacités techniques dans l'industrie. Un chômage élevé et une faible utilisation des capacités techniques traduisent un écart de production négatif, tandis qu'un chômage bas et une utilisation des capacités élevée indiquent un écart de production positif.

La version révisée a recours au filtre dit de Kalman. Cette méthode permet de tenir compte de différents

indicateurs pour estimer l'écart de production. En outre, il est possible d'intégrer des hypothèses sur l'évolution typique du potentiel de production et de l'écart de production. Ainsi, on suppose que les écarts par rapport au potentiel de production ne sont que de nature temporaire. En revanche, le potentiel de production peut se modifier durablement sous l'effet des changements liés au progrès technique ou au capital investi.

Du point de vue de la méthode, la révision du filtre MV s'inspire largement de la présentation qui est donnée de ce thème par Patrick Blagrove, Roberto Garcia-Saltos, Douglas Laxton et Fan Zhang (2015), «A simple multivariate filter for estimating potential output», IMF Working Paper n° 15/79.

ÉCART DE PRODUCTION



Source: BNS.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

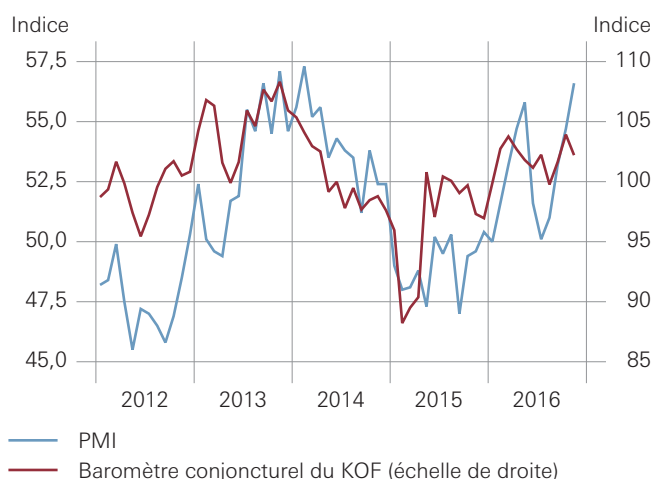
Le redressement de l'économie suisse devrait se poursuivre aux prochains trimestres.

Les indicateurs conjoncturels pour le court terme offrent des signes positifs. L'indice des directeurs d'achat (PMI) et le baromètre conjoncturel du KOF, par exemple, se situent à des niveaux supérieurs à la moyenne, ce qui dénote une croissance économique solide (voir graphique 3.10). Les résultats des entretiens menés par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale avec les entreprises vont dans le même sens (voir la partie «Tendances conjoncturelles» à la page 28). Toutefois, comme au trimestre précédent, la croissance du PIB au quatrième trimestre sera probablement moins soutenue qu'au premier semestre. Cela est notamment imputable à la faible augmentation des exportations de biens au mois d'octobre. Pour l'année 2016, la BNS table toujours sur une progression du PIB d'environ 1,5%.

A moyen terme, la conjoncture mondiale devrait continuer de fournir des impulsions positives pour la Suisse du côté de la demande (voir chapitre 2). En outre, l'effet de ralentissement de la croissance des exportations induit par l'appréciation du franc en 2015 devrait peu à peu disparaître. En valeur pondérée par le commerce extérieur, le franc est resté stable depuis le début de l'année. Les entrées de commandes ont de nouveau progressé ces derniers temps dans les branches de l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux; selon l'OFS, le portefeuille de commandes dans l'industrie a connu la même évolution. Compte tenu de l'accroissement des volumes de vente, l'utilisation des capacités de production devrait retrouver un niveau plus satisfaisant et les marges des entreprises, s'améliorer. Les investissements en biens d'équipement devraient ainsi gagner quelque peu en vigueur l'année prochaine. Le marché du travail profitera probablement lui aussi de la reprise. Dans l'ensemble, la BNS prévoit une croissance du PIB d'environ 1,5% pour l'année 2017 également.

Graphique 3.10

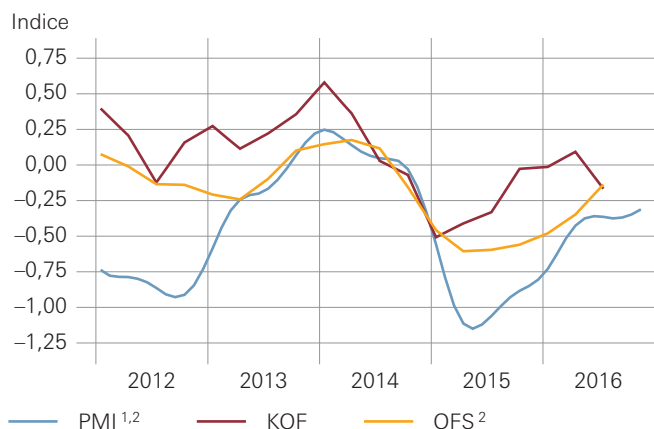
INDICATEURS AVANCÉS



Sources: Credit Suisse et KOF.

Graphique 3.11

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

Ces derniers mois, les taux de renchérissement étaient proches de zéro. Cela vaut non seulement pour l'indice des prix à la consommation (IPC) et ses principales composantes, mais également pour l'indice des prix à la production et celui des prix à l'importation. Les taux d'inflation sous-jacente s'établissaient eux aussi à environ 0%.

Les anticipations d'inflation pour les années à venir ont évolué légèrement au-dessus de 0%. Elles restent donc conformes à la stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation de moins de 2%.

PRIX À LA CONSOMMATION

Stabilité du renchérissement annuel tel qu'il ressort de l'IPC

Mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel s'inscrivait à -0,3% en novembre 2016. Il était donc presque inchangé par rapport aux mois précédents (voir tableau 4.1). Le fait qu'il se soit stabilisé légèrement en dessous de 0% indique que l'appréciation du franc après la suppression du cours plancher, en janvier 2015, n'a plus guère influé sur ce taux.

Taux de renchérissement proches de zéro pour les principales composantes de l'IPC

Ces derniers mois, les principales composantes de l'IPC se sont très peu écartées de leur niveau de la période correspondante de l'année précédente, de sorte que leur contribution à la progression annuelle de l'IPC a été minimale (voir graphiques 4.1 et 4.2). Cette évolution concerne également les prix des produits pétroliers qui, jusqu'au troisième trimestre 2016, étaient encore sensiblement inférieurs à leur niveau enregistré un an plus tôt. En octobre, pour la première fois depuis plus d'un an, ils s'établissaient presque au même niveau que douze mois auparavant.

Hausse des loyers

En novembre 2016, la progression annuelle des loyers, qui sont recensés une fois par trimestre, s'est soudainement accélérée, en partie du fait d'un effet de base statistique (voir graphique 4.3). En novembre 2015, l'indice des loyers de logements avait reculé par rapport au trimestre précédent du fait de la baisse du taux d'intérêt de référence survenue en juin 2015. Depuis, les loyers ont de nouveau augmenté trimestre après trimestre.

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

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2015		2016			2016		
		T4	T1	T2	T3	Septembre	Octobre	Novembre
IPC, indice total	-1,1	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Biens et services suisses	0,1	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1
Biens	-0,7	-1,0	-1,3	-0,7	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1
Services	0,3	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1
Services privés (hors loyers des logements)	0,4	-0,2	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,2
Loyers des logements	0,8	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	1,2
Services publics	-0,8	-0,5	-0,5	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Biens et services importés	-4,7	-4,4	-2,8	-1,2	-0,6	-0,3	-0,7	-1,5
Hors produits pétroliers	-2,5	-2,7	-1,5	-0,1	0,2	0,0	-0,8	-1,3
Produits pétroliers	-17,4	-14,9	-11,3	-8,5	-5,7	-2,1	0,2	-2,4

Sources: BNS et OFS.

Taux d'inflation sous-jacente proches de zéro

Les taux d'inflation sous-jacente étaient également proches de zéro en novembre. L'inflation sous-jacente 1 établie par l'OFS (OFS1) s'établissait à $-0,3\%$, tandis que la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) s'inscrivait à $0,1\%$ et était donc repassée dans la zone positive, pour la première fois depuis le printemps 2015.

Le graphique 4.4 montre que le renchérissement annuel mesuré par l'IPC s'est de plus en plus rapproché des deux taux d'inflation sous-jacente depuis le début de l'année. Cela reflète principalement l'évolution du renchérissement annuel des produits pétroliers, qui était encore clairement négatif début 2016. Ces deux dernières années, les prix de ces produits n'ont pas ou n'ont que peu influé sur l'inflation sous-jacente, car ils sont soit entièrement soit partiellement exclus du calcul de cette variable, selon la définition retenue.

Tant l'OFS1 que la TM15 sont calculés à partir d'un panier réduit de l'IPC. Chaque mois, l'OFS1 laisse de côté l'énergie, les carburants ainsi que les produits frais et saisonniers, alors que la TM15 exclut les produits de l'IPC dont les prix ont enregistré les plus fortes variations annuelles, pondérés en fonction de l'importance, à la hausse et à la baisse (15% dans les deux cas). Ces deux dernières années, les produits pétroliers comptaient généralement parmi ceux affichant les plus fortes variations annuelles, de sorte qu'ils étaient très fréquemment exclus du panier-type servant au calcul de la TM15.

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

Prix de l'offre stables

Ces derniers mois, les prix de l'offre étaient presque au même niveau qu'à la période correspondante de 2015. En novembre, la progression annuelle des prix à la production et à l'importation s'établissait à respectivement $-0,5\%$ et $0,8\%$ (voir graphique 4.5).

Comme pour le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC, la forte progression dans la variation des prix de l'offre, laquelle était fortement négative et est désormais proche de zéro, s'explique par la diminution d'effets de base. Après la suppression du cours plancher, les prix de l'offre avaient sensiblement baissé en raison de l'appréciation du franc, le recul ayant été plus marqué du côté des prix à l'importation que de celui des prix à la production. Les progression respectives des prix à la production et à l'importation se sont de nouveau rapprochées, car les effets de l'appréciation du franc sur la croissance annuelle des prix de l'offre s'atténuent.

ANTICIPATIONS D'INFLATION

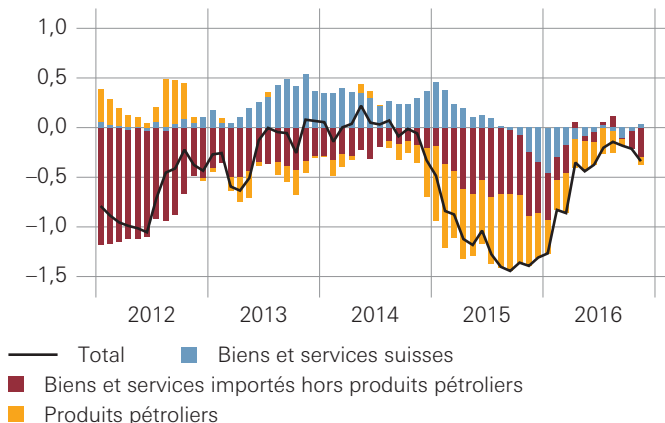
Anticipations d'inflation dans la zone positive

Dans l'ensemble, les enquêtes disponibles indiquent que les anticipations d'inflation pour 2017 et les années suivantes sont légèrement positives. Elles sont donc conformes à la

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

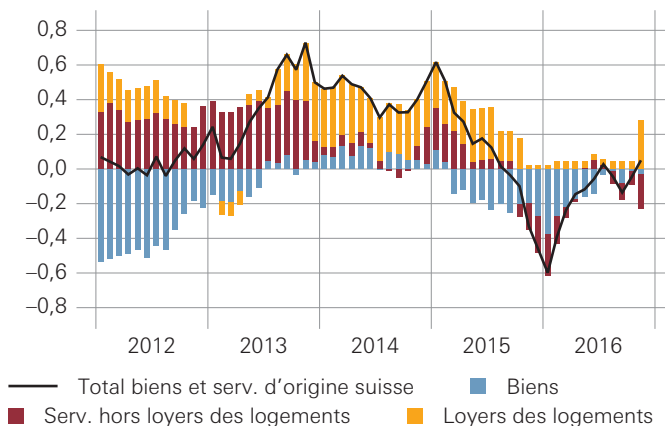


Sources: BNS et OFS.

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

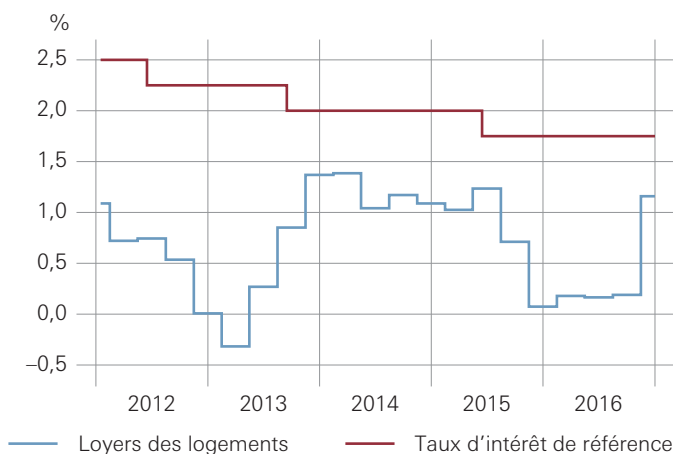


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

LOYERS DES LOGEMENTS

Variation par rapport à l'année précédente

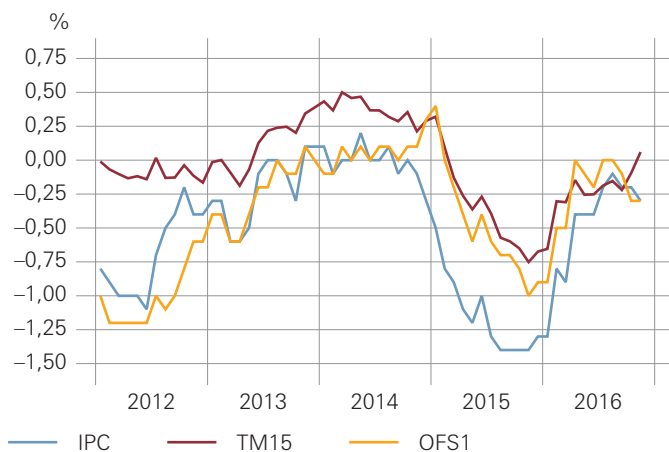


Sources: Office fédéral du logement (OFL) et OFS.

Graphique 4.4

INFLATION SOUS-JACENTE

Variation par rapport à l'année précédente

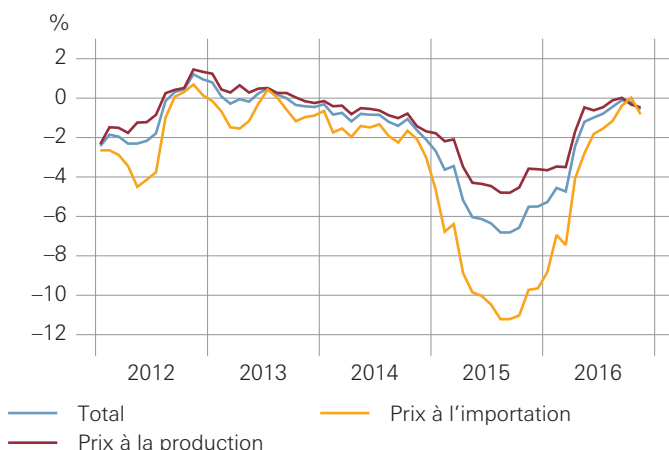


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.5

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente

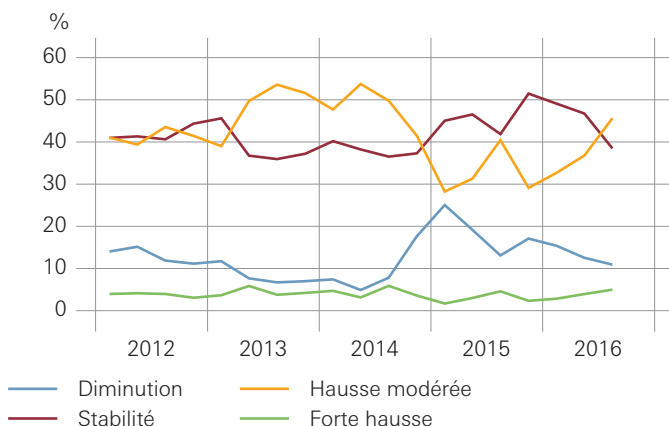


Source: OFS.

Graphique 4.6

ANTICIPATIONS D'ÉVOLUTION DES PRIX

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



Sources: BNS et SECO.

stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

Anticipations à court terme revues à la hausse

Dans l'enquête d'octobre 2016 menée par le SECO auprès des ménages, la part des personnes interrogées tablant sur une augmentation des prix dans les douze prochains mois est passée à 51%, contre 41% en juillet. Par contre, le nombre de ménages qui prévoient des prix inchangés ou des baisses de prix a quelque peu diminué par rapport au trimestre précédent (voir graphique 4.6).

D'après le Credit Suisse ZEW Financial Market Report, 62% des analystes financiers interrogés s'attendaient, en novembre 2016, à des taux d'inflation en hausse dans les six prochains mois, alors qu'ils n'étaient que 29% dans ce cas en août. C'est la première fois, depuis mai 2011, que la plupart des analystes interrogés tablent sur une augmentation des taux d'inflation au cours des mois à venir. Toutefois, au moment de l'enquête, le renchérissement annuel était positif. A présent, il est légèrement négatif, et on estime qu'il repassera dans la zone positive. Aucune des personnes interrogées en novembre 2016 ne pensait que les taux d'inflation allaient baisser, c'est-à-dire qu'ils deviendraient fortement négatifs.

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale mènent avec des chefs d'entreprises de tous les secteurs économiques confirment des anticipations d'inflation en légère hausse à court terme. Au dernier trimestre 2016, les interlocuteurs prévoient un renchérissement annuel de 0% pour les six à douze prochains mois, contre -0,2% au trimestre précédent.

Anticipations positives à moyen et à long terme

Les chefs d'entreprises interrogés au quatrième trimestre 2016 par les délégués de la BNS estimaient que l'inflation serait de 0,8% dans les trois à cinq ans (trimestre précédent: 0,5%). D'après l'enquête effectuée par Deloitte au troisième trimestre auprès des directeurs financiers, ces derniers tablaient sur une inflation de 0,8% dans deux ans (trimestre précédent: 0,6%).

Les enquêtes sur les anticipations d'inflation avec un horizon supérieur à cinq ans indiquent que celles-ci restent stables et faiblement positives.

5

Evolution monétaire

Ces six derniers mois ont été marqués par l'issue surprenante de plusieurs élections et référendums. L'acceptation du référendum sur le Brexit, le 23 juin 2016, a entraîné une forte dépréciation de la livre sterling, qui s'est accompagnée de pressions à la hausse sur les monnaies refuges. Grâce à sa disposition à intervenir sur le marché des changes, la BNS a réussi à atténuer les pressions supplémentaires qui s'exercent fréquemment sur le franc dans un contexte de volatilité accrue sur les marchés. De même, après les élections américaines, en novembre, et au lendemain du référendum sur la Constitution en Italie, en décembre, il n'y a pas eu de fluctuations majeures du cours du franc.

En valeur pondérée par le commerce extérieur, le cours du franc ne s'est que faiblement modifié durant l'année. En termes nominaux, il s'est légèrement apprécié face à l'euro depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire, en juin. Par contre, il s'est quelque peu déprécié par rapport au dollar des Etats-Unis durant cette période. L'appréciation du dollar vis-à-vis du franc et de la majorité des autres monnaies s'explique par la hausse marquée des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis, notamment après les élections présidentielles. Les rendements des emprunts à long terme de la Confédération ont également augmenté, mais moins fortement que les taux américains. De ce fait, l'écart de taux par rapport aux Etats-Unis s'est creusé. En Suisse, les taux à court terme sont restés pratiquement inchangés, si bien que la pente de la courbe des taux s'est accentuée.

Les agrégats monétaires et les crédits bancaires ont connu une expansion modérée ces douze derniers mois. Les crédits ont continué de croître à un rythme plus fort que le PIB nominal, de sorte que le rapport entre crédits et PIB a poursuivi sa progression.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS MI-SEPTEMBRE

Politique monétaire toujours expansionniste

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

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

Augmentation des avoirs à vue à la BNS

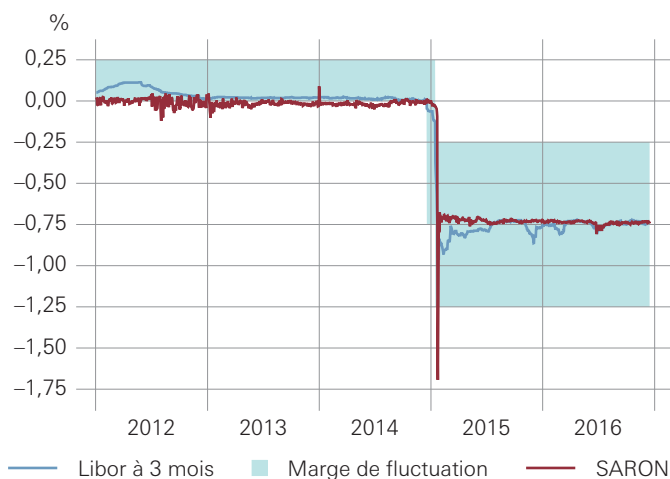
Depuis mi-septembre 2016, l'ensemble des avoirs à vue détenus à la BNS a encore augmenté. Dans la semaine du 5 au 9 décembre 2016 (la dernière semaine avant l'examen de mi-décembre), ils portaient sur 527,4 milliards de francs et dépassaient ainsi de 11,6 milliards leur niveau de la semaine qui a précédé l'examen de mi-septembre 2016 (515,8 milliards). Entre mi-septembre et mi-décembre, ils s'établissaient en moyenne à 521,3 milliards de francs, dont 453,2 milliards étaient détenus en comptes de virement des banques résidentes et 68,1 milliards, sous la forme d'autres avoirs à vue.

Importantes réserves excédentaires des banques

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales affichaient un niveau moyen de 15,4 milliards de francs pour la période allant du 20 août au 19 novembre 2016. Dans l'ensemble, les banques dépassaient en moyenne d'environ 437,8 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 419,2 milliards). Leurs réserves excédentaires ont donc encore augmenté.

Graphique 5.1

TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

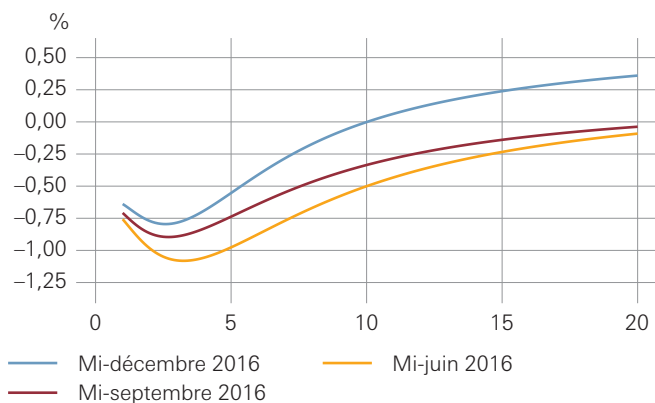


Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

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



Source: BNS.

Graphique 5.3

TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ESTIMÉ

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



Source: BNS.

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

Taux d'intérêt inchangés sur le marché monétaire

Depuis l'examen de mi-septembre, la situation sur le marché monétaire en francs est restée stable. Les taux d'intérêt sur les opérations gagées (SARON) comme sur les opérations non gagées (Libor à trois mois) sont demeurés à un niveau proche de $-0,75\%$, soit le taux d'intérêt appliqué depuis janvier 2015 aux avoirs à vue détenus à la BNS (voir graphique 5.1).

Hausse des taux d'intérêt à long terme

Les mouvements des taux d'intérêt ont été plus marqués sur le marché des capitaux que sur le marché monétaire. Ces trois derniers mois, le rendement des obligations à dix ans de la Confédération a oscillé entre $-0,5\%$ et 0% . Mi-décembre, il s'inscrivait à 0% , soit à un niveau supérieur de quelque 0,3 point à celui observé trois mois plus tôt (voir graphique 5.2).

La hausse du rendement des obligations à dix ans de la Confédération reflète les évolutions internationales.

Les rendements des emprunts à long terme ont progressé dans toutes les grandes économies. La hausse la plus forte a été enregistrée aux Etats-Unis, où les rendements des obligations d'Etat ont augmenté rapidement à la suite de l'élection présidentielle et des élections au Congrès en novembre dernier.

Courbe des rendements plus raide

Les rendements des obligations de la Confédération étaient plus élevés mi-décembre que mi-septembre, et ce pour toutes les durées (voir graphique 5.2). Etant donné que les rendements à long terme ont augmenté plus fortement que les rendements à court terme, la courbe des rendements était un peu plus raide mi-décembre que mi-septembre. Les rendements des obligations fédérales d'une durée supérieure à dix ans sont redevenus positifs, alors qu'il y a trois ou six mois, ils étaient encore négatifs pour toutes les durées considérées.

Taux d'intérêt réels à long terme toujours proches de zéro

Mi-décembre, le taux d'intérêt réel estimé à long terme s'est inscrit à près de $0,1\%$, restant ainsi proche de zéro (voir graphique 5.3).

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

COURS DE CHANGE

Léger renforcement du franc face à l'euro, mais affaiblissement face au dollar des Etats-Unis

En octobre et début novembre, le franc s'est légèrement apprécié face à l'euro (voir graphique 5.4). Cette évolution a reflété un affaiblissement généralisé de l'euro, le repli de la monnaie européenne ayant toutefois été plus modérée face au franc que vis-à-vis de la plupart des autres monnaies. Début novembre, un euro coûtait moins de 1,08 franc pour la première fois depuis juin.

Pendant les premières semaines d'octobre, le franc s'est affaibli face au dollar des Etats-Unis, avant de s'apprécier à nouveau fin octobre et début novembre, c'est-à-dire dans les jours qui ont précédé l'élection présidentielle et les élections au Congrès aux Etats-Unis. Le dollar s'est sensiblement renforcé après ces élections.

Conditions monétaires pratiquement inchangées

En données nominales pondérées par les exportations, le franc affichait, à la date de l'examen de la situation économique et monétaire de décembre, un niveau qui ne dépassait que légèrement celui enregistré trois mois plus tôt. Les conditions monétaires n'ont ainsi marqué aucune modification notable, les taux d'intérêt à court terme étant par ailleurs restés pratiquement inchangés.

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 à la date du dernier examen de la situation économique et monétaire. Lorsqu'il affiche une valeur positive, il indique un resserrement des conditions monétaires.

Valeur extérieure du franc stable

La valeur extérieure du franc en termes réels pondérés par les exportations n'a guère varié au cours des douze derniers mois (voir graphique 5.6). Elle s'inscrit toutefois toujours à un niveau largement supérieur à sa moyenne de long terme.

La variation peu importante de la valeur extérieure du franc en termes réels s'explique essentiellement par la stabilité relativement grande, en termes nominaux, des relations de change entre le franc et l'euro et entre le franc et le dollar des Etats-Unis, ainsi que par les faibles écarts d'inflation avec la zone euro et avec les Etats-Unis. Pendant cette même période, le franc a toutefois affiché des variations parfois beaucoup plus fortes face à d'autres monnaies importantes. Ainsi, il s'est sensiblement apprécié à l'égard de la livre sterling, tandis qu'il s'est inscrit en net repli vis-à-vis du yen.

Graphique 5.4

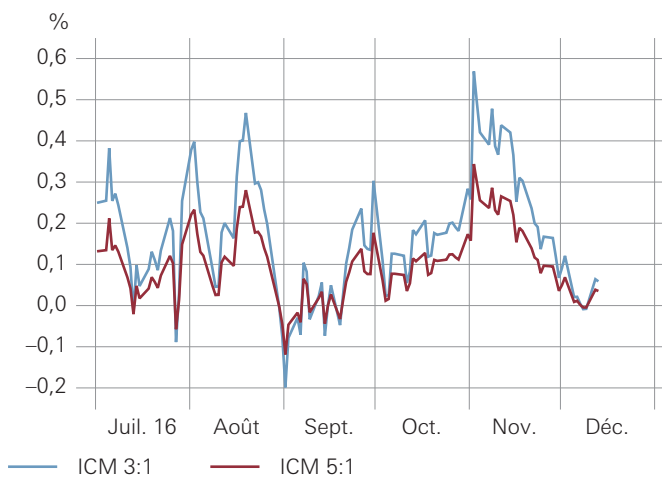
COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.5

INDICE NOMINAL DES CONDITIONS MONÉTAIRES



Source: BNS.

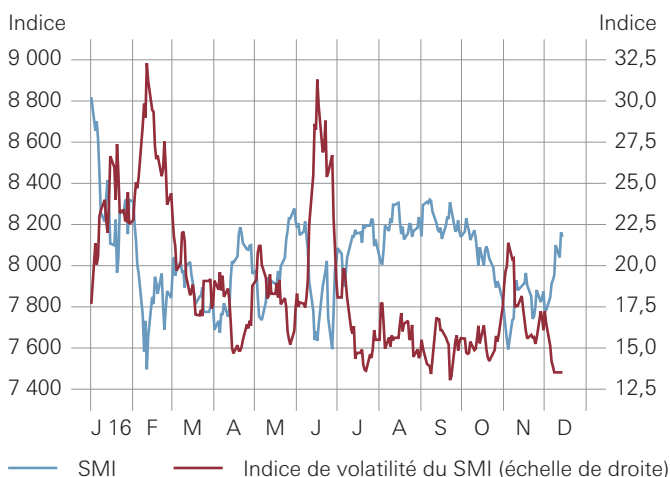
Graphique 5.6

VALEUR EXTÉRIEURE DU FRANC EN TERMES RÉELS

Pondérée par le commerce extérieur; janvier 1999 = 100



Source: BNS.

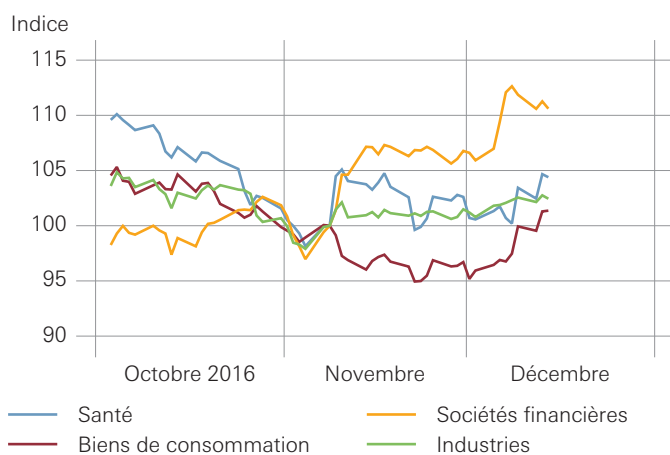
COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ

Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

8 novembre 2016 = 100

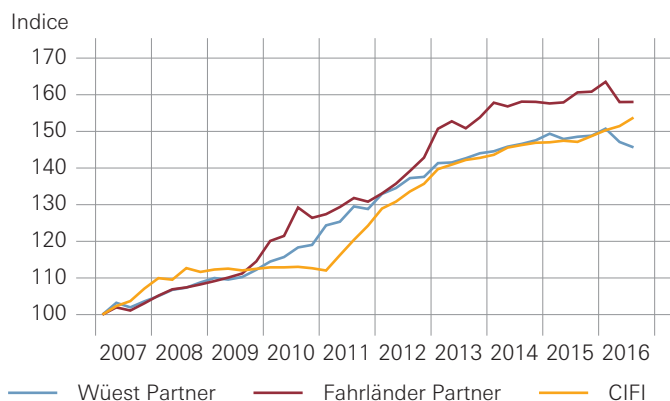


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.9

PRIX DE TRANSACTION DES APPARTEMENTS EN PROPRIÉTÉ PAR ÉTAGE

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



Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest Partner.

COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER**Repli passager des cours des actions**

Le Swiss Market Index (SMI) a sensiblement reculé en octobre et début novembre. Il s'est établi début novembre à des niveaux proches des planchers qu'il avait atteints en février, puis en juin après l'issue surprenante du référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE (voir graphique 5.7). Une fois passées l'élection présidentielle et les élections au Congrès, aux Etats-Unis, le SMI a compensé une grande partie des pertes qu'il avait enregistrées au cours des semaines précédentes. Mi-décembre, il était néanmoins inférieur de quelque 8% à son niveau de fin 2015.

Hausse des incertitudes avant les élections américaines

L'indice de volatilité, qui est calculé à partir des options sur des contrats à terme portant sur le Swiss Market Index (SMI), permet de mesurer l'incertitude sur le marché des actions. Cet indice a certes augmenté dans les jours qui ont précédé les élections américaines, mais dans une moindre mesure qu'en février ou en juin 2016. Après les élections, il s'est à nouveau normalisé en l'espace de quelques jours.

Gains de cours dans les services financiers à l'issue des élections américaines

Le graphique 5.8 illustre l'évolution de quatre sous-indices importants du Swiss Performance Index (SPI) entre début octobre et mi-décembre. Ces indices ont une valeur de 100 à la date du 8 novembre 2016, jour de l'élection présidentielle et des élections au Congrès, aux Etats-Unis. Il ressort du graphique que le sous-indice Services financiers, dont les principaux représentants sont les grandes banques et les grandes compagnies d'assurances, s'est envolé après l'issue inattendue des élections américaines. Il s'agit donc d'une évolution similaire à celle observée sur les autres marchés des actions importants, où les titres des banques comptaient aussi parmi les plus performants. Les observateurs du marché expliquent cette évolution par le fait que les investisseurs tablent sur une réglementation moins rigoureuse du secteur financier.

Evolution hétérogène des prix de l'immobilier résidentiel

Au troisième trimestre, les indices disponibles pour les prix de transaction portant sur les appartements en propriété par étages (PPE) ont affiché une évolution disparate (voir graphique 5.9). Dans l'ensemble, ils confirment toutefois l'aplatissement de l'évolution des prix au cours des deux ou trois dernières années.

D'après l'enquête de Wüest Partner, les prix de transaction des appartements en PPE haut de gamme ont poursuivi leur repli au troisième trimestre, tandis que dans le segment inférieur du marché, ils ont augmenté. Cette tendance, qui se dessinait déjà en 2015, s'est accentuée en 2016. Les prix de transaction des maisons individuelles ont connu une évolution similaire à celle des appartements, et ce dans les deux segments du marché.

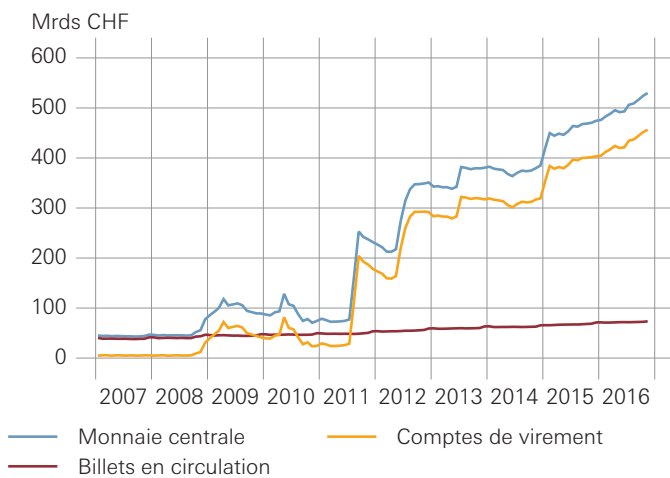
AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Accroissement persistant de la monnaie centrale

La monnaie centrale, soit les billets en circulation et les avoirs que les banques résidentes détiennent en comptes de virement à la BNS, a continué d'augmenter ces derniers mois, s'inscrivant en novembre 2016 à 529,8 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10). La progression des avoirs en comptes de virement (+19,4 milliards de francs entre août et novembre) explique l'essentiel de cette hausse. Quant aux billets en circulation, leur volume n'a guère varié.

Graphique 5.10

MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2015	2015	2016	2016	2016	2016	2016	2016
		T4	T1	T2	T3	Septembre	Octobre	Novembre
M1	-0,1	-2,3	-0,6	1,2	2,4	2,7	6,1	5,5
M2	1,1	1,1	1,8	2,7	3,3	3,5	3,4	3,2
M3	1,9	1,7	1,6	2,3	2,8	2,9	2,9	2,0
Crédits bancaires, total ^{1,3}	1,9	1,7	1,5	2,0	2,1	2,1	2,1	
Créances hypothécaires ^{1,3}	3,3	2,9	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	
Ménages ^{2,3}	3,4	3,2	2,9	2,8	2,7	2,8	2,6	
Entreprises du secteur privé ^{2,3}	3,3	2,6	2,4	2,8	2,7	2,5	2,7	
Autres crédits ^{1,3}	-5,3	-4,4	-4,5	-1,5	-0,9	-0,8	-0,1	
gagés ^{1,3}	-0,4	-5,8	-3,0	-1,4	-2,4	-2,3	1,6	
non gagés ^{1,3}	-8,5	-3,4	-5,6	-1,5	0,2	0,3	-1,3	

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

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

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

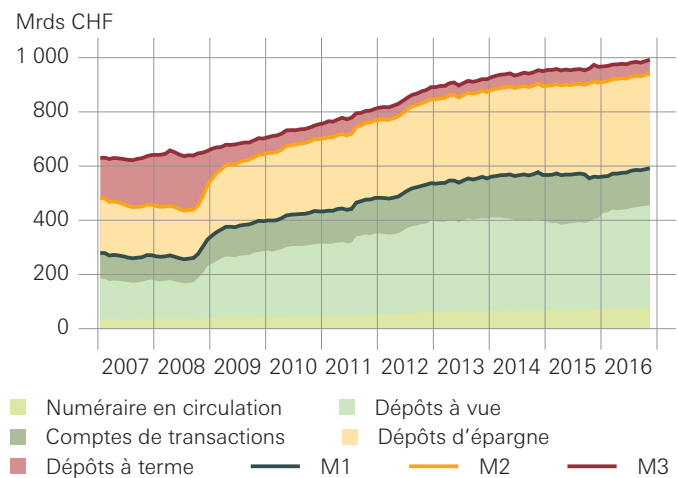
Source: BNS.

Croissance stable des agrégats au sens large

Fin novembre, les agrégats monétaires M1, M2 et M3, qui mesurent la masse monétaire en mains du public, dépassaient de respectivement 5,5%, 3,2% et 2% leur niveau de l'année précédente (voir tableau 5.1). Le taux de croissance relativement élevé de M1 traduit un effet de base statistique imputable à l'introduction par une banque de nouveaux types de comptes en 2015. Ces nouveaux produits avaient alors entraîné des transferts de comptes de transaction vers des dépôts d'épargne, ce qui avait réduit l'agrégat M1 (voir graphique 5.11). Les agrégats M2 et M3 n'ont pas été concernés par cet effet. En novembre 2016, l'agrégat M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue

Graphique 5.11

AGRÉGATS MONÉTAIRES

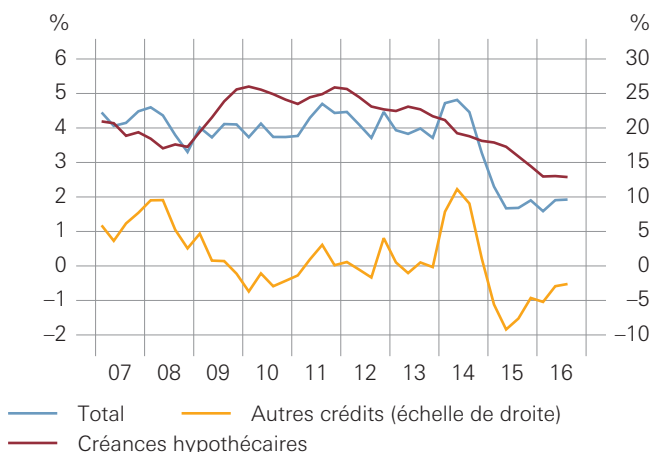


Source: BNS.

Graphique 5.12

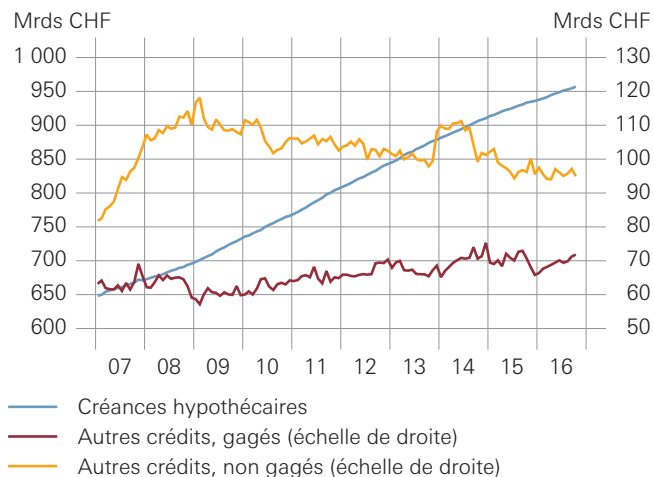
CRÉDITS BANCAIRES EN FRANCS

Variation par rapport à l'année précédente



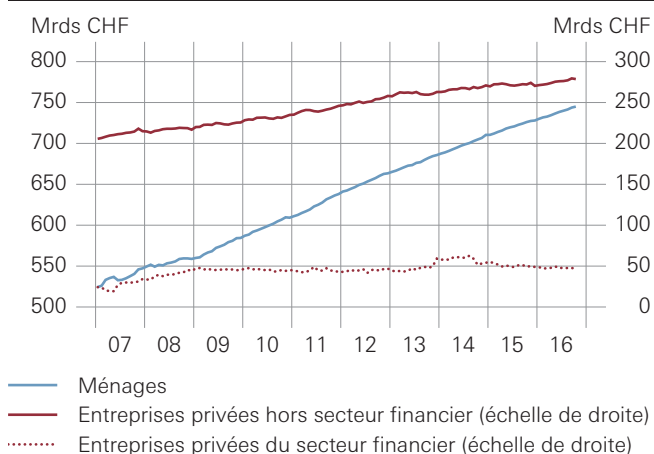
Source: BNS.

Graphique 5.13

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET AUTRES CRÉDITS

Source: BNS.

Graphique 5.14

CRÉDITS BANCAIRES AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES

Source: BNS.

et comptes de transactions) s'élevait à 591,8 milliards de francs, tandis que les agrégats M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) portaient respectivement sur 941,4 et 992,8 milliards.

Croissance stable des crédits

Entre mi-2014 et mi-2015, la croissance des crédits bancaires accordés aux résidents s'est réduite de moitié avant de se stabiliser (voir graphique 5.12). Entre le début de la crise financière et économique et mi-2014, le taux de croissance annuel des crédits bancaires n'a que peu fluctué et s'est toujours maintenu à environ 4%; au troisième trimestre 2016, ce taux était de 2,1% (voir tableau 5.1).

Les créances hypothécaires des banques, qui constituent 85% environ de l'ensemble des crédits bancaires, dépassaient de 2,6% leur niveau de la même période de l'année précédente. Malgré la légère baisse des taux hypothécaires, le taux de croissance annuel des créances hypothécaires est resté très stable depuis le début de l'année. Le taux hypothécaire à dix ans, qui s'inscrivait à 1,8% en janvier 2016, a fléchi pour s'inscrire en septembre à un nouveau plancher historique (1,5%).

Au troisième trimestre, le volume des autres crédits était inférieur de 0,9% à son niveau de l'année précédente. Depuis le début de la crise financière et économique en 2008, les autres crédits ont suivi une évolution à tendance plate, tout en marquant de vives fluctuations (voir graphique 5.13). Le recul enregistré par les autres crédits non gagés pendant cette période est largement compensé par la progression des autres crédits gagés.

Croissance des crédits selon les secteurs

Tant les ménages que les entreprises non financières ont bénéficié de conditions de financement avantageuses depuis le début de la crise financière et économique, ce qui s'est traduit par une expansion continue des crédits bancaires accordés à ces deux segments de clientèle importants (voir graphique 5.14). Fin septembre 2016, les crédits aux ménages dépassaient de 19,5 milliards de francs ou de 2,7% le niveau observé un an auparavant. Les crédits aux entreprises non financières ont augmenté dans le même laps de temps de 7,1 milliards de francs ou de 2,6%. Par contre, les crédits aux entreprises financières, qui portent sur un volume nettement moins important et se distinguent par leur relative volatilité, ont fléchi de 3,7 milliards de francs (-7,1%) par rapport à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente.

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 2016

Quatrième trimestre 2016

Les délégués de la BNS entretiennent des contacts réguliers avec des entreprises des diverses branches de l'économie. Le présent rapport se fonde sur les entretiens menés entre mi-octobre et fin novembre 2016 avec 241 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

Roland Scheurer

Walter Näf

Daniel Hanimann

Fabio Bossi

Urs Schönholzer

Aline Chabloz

Rita Kobel

Les résultats des entretiens menés avec les chefs d'entreprise au quatrième trimestre 2016 indiquent une croissance économique positive dans l'ensemble. Cette évolution, bien que très hétérogène, touche les trois domaines d'activité, l'industrie, la construction et les services. La dynamique reste modérée, mais semble avoir connu un léger regain de vigueur par rapport au troisième trimestre. Les marges et l'utilisation des capacités de production demeurent insatisfaisantes; les perspectives sont néanmoins jugées nettement plus favorables.

Pour les prochains mois, les entreprises s'attendent à ce que les chiffres d'affaires réels continuent de croître. Elles tablent sur un redressement de la demande extérieure. La stabilité des cours de change est considérée comme une condition importante de l'optimisme prudent.

Au cours des prochains mois, les effectifs devraient augmenter de façon marginale dans les services, et rester stables dans l'industrie et la construction. La propension à investir a légèrement progressé dans l'industrie et les services.

Pour la première fois depuis la suppression du cours plancher, les anticipations d'inflation à court terme ne se situent plus dans la zone négative.

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

La marche des affaires dans l'industrie a de nouveau connu une nette amélioration. Les chiffres d'affaires réels sont supérieurs à ceux du trimestre précédent. L'embellie est manifeste dans toutes les branches, à l'exception de l'industrie de transformation du plastique et des métaux. La contraction des chiffres d'affaires dans l'horlogerie perdure; il existe néanmoins de grandes différences d'un fabricant à l'autre. Ces disparités dépendent quant à elles fortement de l'importance du marché asiatique pour ces entreprises.

Tandis que la demande intérieure est jugée stable par de nombreux interlocuteurs, un certain nombre d'entreprises exportatrices profitent de la demande plutôt dynamique provenant des Etats-Unis. S'agissant des pays asiatiques, les estimations concernant la Chine sont très hétérogènes. En Europe, l'Allemagne, la Scandinavie et le Royaume-Uni sont considérés comme des débouchés en plein essor. Certains interlocuteurs relèvent également un nombre croissant de signaux conjoncturels positifs venant de la France et de l'Italie. Les activités commerciales avec la Russie, le Brésil et les pays arabes connaissent toujours une évolution défavorable. La demande est particulièrement dynamique dans le secteur automobile et dans celui de la technologie médicale.

Dans la construction, les chiffres d'affaires ont globalement poursuivi leur progression. Cela s'explique par l'activité enregistrée dans le bâtiment et le second œuvre.

Dans les services, la plupart des branches affichent des chiffres d'affaires réels supérieurs à ceux du trimestre précédent. Cette évolution est particulièrement manifeste dans les transports et la restauration, chez les experts-comptables et dans le secteur des technologies de l'information, lequel profite de la tendance à la numérisation. En revanche, la situation est morose dans le commerce de détail, dont les chiffres d'affaires sont à la fois inférieurs à ceux du trimestre précédent et au niveau enregistré un an auparavant.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Sous-utilisation persistante des capacités

Les capacités de production des entreprises avec lesquelles les délégués ont mené des entretiens restent sous-utilisées dans l'ensemble. Ainsi, 41% des entreprises interrogées jugent l'utilisation des capacités plus faible qu'à l'accoutumée.

Dans l'industrie, la moitié des entreprises indiquent une sous-utilisation des capacités. Cette situation concerne la plupart des branches. Elle est particulièrement marquée dans les entreprises de transformation du plastique et des métaux ainsi que chez les fabricants d'instruments de précision. L'utilisation des capacités est relativement élevée dans l'industrie pharmaceutique.

Dans les services, les représentants de nombreuses branches déplorent une utilisation un peu trop faible de l'infrastructure (c'est-à-dire principalement les surfaces de bureaux et de vente ainsi que les capacités dans les technologies de l'information et le transport). Cela touche notamment le commerce, l'hôtellerie et les banques. Outre la faible demande due à la conjoncture, ce sont principalement les facteurs structurels qui ont des répercussions négatives. Un constat analogue avait déjà été dressé aux trimestres précédents.

DEMANDE DE MAIN-D'ŒUVRE

Effectifs adéquats dans l'ensemble

Actuellement, les effectifs sont en général jugés conformes aux besoins, voire légèrement trop élevés.

Dans l'industrie, les représentants de certaines branches indiquent des effectifs encore un peu trop élevés. Cette situation est plus marquée dans la métallurgie et chez les fabricants d'équipements électriques. Par rapport au trimestre précédent, elle concerne toutefois moins de branches dans l'ensemble.

Pour ce qui est des services, les effectifs sont adéquats. Les représentants du secteur financier signalent cependant des effectifs trop élevés. La branche des technologies de l'information fait état quant à elle d'un sous-effectif relativement marqué et, par conséquent, de besoins de personnel importants.

Quant au recrutement, les interlocuteurs estiment qu'il a globalement nécessité autant de temps qu'à la normale. Dans le secteur des technologies de l'information, en revanche, trouver du personnel a exigé davantage de moyens et a été plus difficile que d'habitude, notamment parce que les besoins de spécialistes qualifiés dans ce domaine ont augmenté dans de nombreuses autres branches. Dans les banques, le recrutement s'est cependant avéré plus simple qu'auparavant.

PRIX, MARGES ET SITUATION BÉNÉFICIAIRE

Pressions continues sur les marges

Une bonne moitié des interlocuteurs jugent les marges de leur entreprise plus faibles que d'ordinaire. Aucune amélioration n'a ainsi été observée par rapport à l'évaluation faite au trimestre précédent.

Les marges demeurent soumises à de vives pressions dans l'industrie. Les efforts d'accroissement de l'efficacité et de réduction des coûts restent donc une thématique importante. Dans les services aussi, les pressions sur les marges ont persisté dans presque toutes les branches; elles sont particulièrement manifestes dans le secteur financier et dans le commerce. Dans la construction, les entreprises ont tendance – comme c'est souvent le cas en fin d'année – à «acheter» des commandes, c'est-à-dire à présenter des offres qui ne couvrent pas les frais, ce qui accroît les pressions sur les marges.

Dans les trois domaines d'activité, les anticipations d'évolution des prix continuent à indiquer tendanciellement une légère baisse des prix d'achat et de vente au cours des prochains mois. De nombreux interlocuteurs affirment que la guerre des prix est toujours aussi âpre, tant en Suisse que sur les marchés étrangers.

Optimisme accru

Les interlocuteurs portent un regard nettement plus optimiste qu'auparavant sur les perspectives commerciales pour les prochains mois. Une augmentation des chiffres d'affaires réels est attendue dans les trois domaines d'activité.

Les entreprises de l'industrie, en particulier, sont nettement plus confiantes qu'elles ne l'étaient jusqu'ici, et ce dans presque toutes les branches. Cette appréciation s'explique entre autres par la plus grande stabilité des cours de change, par l'évolution attendue de la conjoncture étrangère, par les effets des mesures visant à accroître l'efficacité et à innover ainsi que par des carnets de commandes déjà bien remplis pour certaines entreprises.

Cet optimisme accru se reflète également dans les plans d'investissement pour les douze prochains mois: dans l'industrie et dans les services, des investissements en légère hausse sont prévus tant pour les biens d'équipements que pour les constructions. L'amélioration de l'efficacité et, partant, des marges reste néanmoins une préoccupation majeure.

En ce qui concerne les plans d'embauche, les interlocuteurs du secteur des services tablent de nouveau sur une faible augmentation des effectifs au cours des deux prochains trimestres, et ce dans presque toutes les branches. Les plans des représentants de l'industrie et de la construction n'indiquent aucun changement dans ce domaine. Cela constitue également un progrès par rapport au trimestre précédent.

La timide amélioration des perspectives d'emploi dans les services s'accompagne d'une légère hausse de l'utilisation attendue de l'infrastructure. Dans les deux autres domaines d'activité, l'utilisation future des capacités de production est jugée stable.

D'après les entretiens menés, les augmentations de la masse salariale prévues jusqu'ici pour 2017 s'élèvent à 0,7% en moyenne.

La plupart des interlocuteurs parviennent à s'accommoder des conditions de change actuelles; d'autres – notamment dans l'industrie – les considèrent toujours comme un enjeu de taille. Parallèlement, ils craignent que le franc subisse de nouveau des pressions à la hausse en raison des événements intervenus sur la scène internationale. Selon eux, d'autres facteurs de risque sont l'éventuel renforcement du protectionnisme, le rapide changement structurel en Suisse, la réglementation pesante ainsi que les incertitudes persistantes liées à la mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse. Comme au trimestre précédent, l'éventuel impact négatif du Brexit n'a pratiquement pas été évoqué. Les interlocuteurs considèrent toujours le bas niveau des taux d'intérêt avec inquiétude eu égard à la situation future des institutions de prévoyance, tout en manifestant de la compréhension pour la politique menée par la BNS.

Dans l'ensemble, les attentes des interlocuteurs en matière d'inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation) montrent une tendance à la hausse. Pour les six à douze prochains mois, le taux d'inflation escompté s'élève à présent à 0% en moyenne (contre -0,2% au troisième trimestre) et sort ainsi de la zone négative pour la première fois depuis le premier trimestre 2015. Quant au taux d'inflation escompté pour le moyen terme (soit les trois à cinq prochaines années), il s'inscrit à 0,8% au quatrième trimestre (contre 0,5% au trimestre précédent).

Remerciements

La Banque nationale remercie les quelque 900 entreprises pour la disponibilité dont elles ont fait preuve à l'occasion des entretiens menés avec les délégués aux relations avec l'économie régionale tout au long de l'année 2016. Elles ont ainsi apporté une contribution déterminante à l'examen de l'évolution de la conjoncture. Sont citées ci-après les entreprises qui ont accepté que leur nom soit publié:

A

A&F Computersysteme AG. A. Marchon SA. A. Trachsel Fruchtimporte AG. A. Tschümperlin AG. Aare Energie AG. AargauHotels.ch Holding. ab ingénieurs sa. ABB Schweiz AG. ABCD Ciné-Dance SA, Carte Blanche SA. ACO Passavant AG. acrevis Bank AG. Acutronic Schweiz AG. adidas sport gmbh. Admeira AG. AdNovum Informatik AG. Adobe Systems. Aduno Gruppe. Advis AG. AEK Energie AG. Aeschlimann AG, Décolletages. AG Cilander. ag möbelfabrik horgenglarus. Agathon AG. Agie Charmilles SA. Air Zermatt AG. AISA Automation Industrielle SA. Albergo Losone. Albert Pougner SA. Albiro AG. Aldo Lepori SA. Impresa Costruzioni. Alfred Müller AG. Alice Allison SA. Allreal Holding AG. alltitude SA. Alpiq. AlSCO Swiss. Altes Tramdepot Brauerei Restaurant AG. Aluminium Laufen AG. Aluwag AG. amag. Amaudruz SA. AMC (Schweiz) Alfa Metalcraft AG. Ampac Flexibles AG. Amstein SA. André SA. Angela Bruderer AG. Angenstein AG. Angst+Pfister Gruppe. Anliker AG. Antalis AG. AOT Trading AG. Appenzeller Kantonalbank. APR Applied Pharma Research SA. Aquabasilea AG. Aquametro AG. Aquila & Co. AG. Architetti Tibiletti Associati SA. Arnold & Co. AG Sand- und Kieswerke. Arnold Magnetic Technologies AG. Art Deco Hotel Montana. Arvi SA. Ascenseurs Menétrey SA. Atelier d'architecture Brodbeck-Roulet SA. Audemars Piguet. Auto Windlin. AutoGlobalTrade AG. avobis. AXA Winterthur. AZ Medien AG.

B

B. Bigler AG. B+S AG. Baechler Teinturiers SA. Balestrafic SA. Balmer Bücherdienst AG. Baloise Bank SoBa AG. Balthasar + Co. AG. Banca Coop. Banca del Ceresio SA. Banca Popolare di Sondrio (Suisse) SA. Bangerter Microtechnik AG. Bank J. Safra Sarasin. Bank Julius Bär AG. Bank Linth LLB AG. Bank Thalwil Genossenschaft. Bank Vontobel AG. Banque Cantonale de Fribourg. Banque Cantonale de Genève. Banque Cantonale du Jura. Banque Cantonale du Valais. Banque Cantonale Neuchâteloise. Banque Cantonale Vaudoise. Banque Pictet & Cie SA. BASF Schweiz AG. Basler & Hofmann Innerschweiz AG. Bättig Treuhand AG. BAUHAG Produkte zum Bauen AG. BBGI Group SA. BDO AG. BE Netz AG. Beau-Rivage Neuchâtel SA. Beckman Coulter. Beiersdorf AG. Belimo Holding AG. BELWAG AG Bern. Berest AG. Bergbahnen Engelberg-Trübsee-Titlis AG. Berlinger Group. Bernensis Hotel AG, Interlaken. Bernerland Bank AG. Bertholet + Mathis SA.

Biketec AG. Bindella Handwerksbetriebe AG. Bindella terra vite vita SA. Binelli & Ehram AG. Birchmeier Sprühtechnik AG. Bischoff Textil AG. BJ-Office SA. Blöchliger AG. BMW (Schweiz) AG. BNP Paribas (Suisse) SA. Board International SA. Bobst SA. Bodum AG. Boehringer Ingelheim (Schweiz) GmbH. Bolliger Nutzfahrzeuge AG. Boost Group. Boschung Holding AG. Bottomline Technologies Sarl. Boucledor SA. Braloba AG. Brauerei Schützengarten AG. Brico SA. Briner AG. Bringhen SA. Bron Elektronik AG. Brunshwig Group. BRZ Schweiz AG / Informatik in der Baubranche. Bucher Leichtbau AG. Büchi Labor-technik AG. Bühler + Scherler AG. Bühler AG. Bultech Précision SA. Burckhardt Compression AG. Burger Söhne AG. Burkhalter Holding AG. BWB Holding AG. Bystronic Laser AG.

C

C. Vanoli Generalunternehmung AG. CA Indosuez (Switzerland) SA. Camille Bauer Metrawatt AG. Camion Transport AG. Cargill International SA. Carl Spaeter AG. Carletto AG. Carlo Bernasconi AG. Cartonnages Delavy SA. Cäsar Bay AG. Casinò Locarno SA. Casino Restaurants Bern AG. Casram SA. Catrade AG. CCV Suisse SA. CDM hotels & restaurants SA. Cebi Micromotors Switzerland SA. Cembra Money Bank. Centris AG. Ceramaret SA. Cercle des Agriculteurs de Genève et environs. Chaletbau Matti Holding AG. Chemspeed Technologies AG. Chiquita Brands International Sàrl. Chocolats Camille Bloch SA. Chopard & Cie SA. Chromos AG. Cicorel SA. Cimo SA. Ciolina AG. Cippà Trasporti SA. Clarins SA. Cleaning Service SA. Clientis EB Entlebucher Bank. Clientis Zürcher Regionalbank. Codec SA. Coltène Holding AG. Columbus Treppen AG. Comet AG. Comfone AG. Commerce de fer fribourgeois SA. comparis.ch. Comptoir Immobilier SA. Confiserie Al Porto. Confiseur Läderach AG. Construction Perret SA. Convisa Holding AG. Coop. Cornaz SA. Cornèr Banca SA. Corti Gruppe. Covance Central Laboratory Services SA. Covedis SA, Sushizen SA. CPA Group SA. Création Baumann AG. Creative Electronic Systems SA. Credit Suisse AG. Cross Systems SA. Crowne Plaza Geneva. CSL Behring AG. CTA AG, Klima-Kälte-Wärme. Curaden AG. CWA Constructions SA. CWS-boco Suisse SA.

D

Dallmayr Automaten-Service (Ticino) SA. Daniel Kohler AG. Dätwyler Holding AG. DC Swiss SA. de Planta et Portier

Architectes. Debrunner Acifer AG. Della Santa AG
Transporte. Deloitte. Demoscope AG. Denogent SA.
Die Mobiliar. Dieci AG. diga möbel ag. Diogenes Verlag AG.
Dipl. Ing. Fust AG. Disch AG. Distribu AG. Dixi Polytool SA.
Dosenbach-Ochsner AG. Dr. Röthlisberger AG. Dreier AG
Transporte Logistik. Duferco SA. DuPont de Nemours
International Sàrl.

E

E. J. Gmür AG. EAO Group. ebi-pharm ag. EBM.
eboutic.ch. Edelweiss Market. Edilcentro Wull-
schleger SA. Edwards Lifesciences. Edy Toscano AG.
Egli Gartenbau AG Sursee. EGS Sécurité SA. EJOT
Schweiz AG. Elco AG. Elektrizitätswerk des Kantons
Schaffhausen AG. Elektro-Material AG. Eli Lilly. Elma
Electronic AG. Emch Aufzüge AG. Emch+Berger AG
Bern. Emil Frey AG. Emil Gisler AG. emmental
versicherung. Endress + Hauser AG. Energie Wasser
Bern. énergies sion région. Engadiner Kraftwerke AG.
Enics Schweiz AG. Ennio Ferrari Impresa Generale SA.
Entrecôte Fédérale & Brasserie Obstberg. Erdgas
Obersee AG. Ergon Informatik AG. Erne AG Bau-
unternehmung. Ernst & Young AG. Ernst Sutter AG.
Etel SA. Eugen Seitz AG. Eventmore SA. Evéquo SA.
ewl energie wasser luzern.

F

F. Hoffmann-La Roche AG. F. Murpf AG, Transporte und
Logistik. Fabbri SA. FAES AG. Farner Consulting AG.
Faulhaber Minimotor SA. Fehlmann AG. Felss
Rotaform AG. fenaco Genossenschaft. Fidnam Group
Holding SA. Fiduciaire Fidinter SA. fiduciariaMega SA.
Fiedler SA. Fielmann AG. Filippi SA. Fischer Spindle
Group AG. FKG Dentaire SA. Flughafen Zürich AG. Fluid
Automation Systems SA. Flumroc AG. FNAC (Suisse) SA
succursale de Lausanne. Fossil Group Europe GmbH.
Fracht AG. Fraisa SA. Franck Muller Watchland SA.
Franke Group. Fraporlux Swiss SA. Freiburger
Nachrichten AG. Fretz Men AG. Frieden SA. Frigerio SA.
Frigosuisse AG. Fritz Studer AG. FrymaKoruma AG.
futura Ristoranti.

G

G. et F. Châtelain SA. g.b.c. frutta verdura import sa.
Gadola Unternehmungen. Galliker Transport AG. Gallus
Ferd. Rüesch AG. gammaRenax AG. Garage Nepple AG.
Garaio AG. Garbani AG Bern. Gasser Ceramic AG.
Gautschi AG. Gebr. Hodel AG. Gebr. Kuoni Transport AG.
Gefco Suisse SA. Gehri Rivestimenti SA. Genecand

Traiteur SA. Genedata AG. General Dynamics European
Land Systems - Mowag GmbH. Geosud SA. Gerber-
Vogt AG. Gerresheimer Küssnacht AG. Gesitronic SA.
Gewerbe-Treuhand AG. Gfeller + Partner AG. Gfeller
Elektro AG. Ginsana SA. Glassconcept SA. GLB. Global
Blue SA. Globus Travel Services SA. Glutz AG. Golfhotel
Les Hauts de Gstaad SA. Gorba AG. Gotec SA. Grand
Hôtel Kempinski. Grand Hotel les Trois Rois SA. Grand
Hotel Villa Castagnola. Grand Hotel Zermatterhof.
Graphax AG. greiner packaging ag. Grosspeter AG.
Groupe Barec. Groupe BeMore. Groupe E Celsius.
Groupe Eldora SA. Groupe Gilles Desplanches. Groupe
T2i. Gruenenfelder SA. Grüenthal Pharma AG. Gruppo
Rezzonico SA. Gruppo Sicurezza Holding SA. Gruyère
Energie SA. GS Swiss PCB AG. Gstaad Palace. Guillod-
Günther SA. Gunvor SA. Gysi AG Chocolatier Suisse.

H

H + R Gastro AG. Haag-Streit Holding AG. Habib
Bank AG Zurich. Haco AG. HakaGerodur AG. Hans
Eisenring AG. Hans Kohler AG. Hasler Transport AG.
HASTAG St. Gallen Bau AG. Häusermann + Partner AG.
Havas AG. Helbling Holding AG. Helsinn Holding SA.
Henkel & Cie. AG. Herbamed AG. HG Commerciale.
Hochdorf Swiss Nutrition AG. Hocoma AG. Holy Cow!.
Homburger AG. Hotel Adula. Hotel Bellevue Palace AG.
Hotel Belvedere Locarno. Hotel Continental-Park Luzern.
Hotel de la Paix, Lugano. Hotel Giardino Ascona. Hotel
Lenkerhof AG, Lenk im Simmental. Hôtel Montreux
Palace SA. Hotel Schweizerhof Luzern. Hotel Schweizer-
hof, Lenzerheide. Hotel Seedamm Plaza. Hotel Splendide
Royal. Hotel Toggenburgerhof AG. Hotelbusiness
Zug AG. Hotelplan Holding AG. HSBC Private Bank
(Suisse) SA. Huawei Technologies Switzerland AG.
Huber+Suhner AG. Humard Automation SA. HWB
Kunststoffwerke AG. Hypothekbank Lenzburg AG.

I

I.T. International Transmissions SA. IBAarau AG. IBC
Insurance Broking and Consulting SA. IBG B. Graf AG
Engineering. Ilem SA. IMA Medtech Switzerland SA.
Imbach & Cie. AG. Imoberdorf AG. Indermühle
Holding AG. Induni & Cie SA. Infra-Com Swiss AG.
Ingram Micro GmbH. Institut Straumann AG. Interfida
Holding. Interiman Group. Intersport Schweiz AG.
Inventx AG. Investas AG. Ipsos SA. Ismeca Europe
Semiconductor SA. ISS Kanal Services AG. ITECOR
Suisse SA. Itris. IVF Hartmann AG. IWB Basel.

J

JAG Jakob AG. Jaquet Technology Group AG. Jean Gallay SA. Johann Müller AG. Jörg Lienert AG Selektion von Fach- und Führungskräften. Josef Meyer Stahl und Metall AG. Josias Gasser Baumaterialien AG. Jowissa Uhren AG. Jura Elektroapparate AG. Just Schweiz AG.

K

K. Dysli AG. Käppeli Strassen- und Tiefbau AG. Karl Bubenhofer AG. Katadyn Holding AG. Kaufmann Holding AG. Kirchhofer AG. Kistler Group. KKL Luzern Management AG. Klarer Fenster AG. Knecht Brugg Holding AG. Komax AG. Kowner AG. Krafft Gruppe. Kraftwerke Hinterrhein AG. Kramer Gastronomie. Kudelski SA. Kuhn Rikon AG. Küng Platten AG. Künzli SwissSchuh AG. Kuoni Viaggi SA.

L

La Redoute Suisse SA. Laboratoires Biologiques Arval SA. Laiteries Réunies Genève société coopérative. Lalive SA. Landis + Gyr AG. Lanz + Marti AG. Lässer AG. lastminute.comgroup. Laubscher Präzision AG. Lebert AG. Léгурiviera Groupe. Leica Geosystems AG. LEM Holding SA. Lenz & Staehelin. Lenzlinger Söhne AG. Leoni Studer AG. Leonteq. Les Boutiques Angéloz SA. LeShop.ch. Let's Go Fitness Holding SA. Liegenschaften-Betrieb AG. Ligo Electric SA. LN Industries SA. Lombardi SA Ingegneri Consulenti. Lonstroff AG. Lotti Impianti SA. Lottner AG. Louis Bélet SA. LURAG Luzerner Raststätten AG. Luxury Goods International (L.G.I.) SA. Luzerner Kantonalbank. Lyreco Switzerland AG.

M

M+R Spedag Group. m3 Real Estate SA. Maag-technic AG. Maestrani Schweizer Schokolade AG. Magazine zum Globus. Magnolia International AG. Makies AG. Maltech Müller AG. Mancini & Marti SA. Mandozzi elettronica SA. Manor AG. Manotel SA. Manufacture La Joux-Perret SA. Manufacture Roger Dubuis SA. Marvinpac SA. Matériaux Sabag SA. Mathys AG Bettlach. Mechtronik AG. Medartis AG. Medela AG. MediaCom AG. Medtronic Europe Sàrl. Mega Gossau AG. Merlini & Ferrari SA. Messe Luzern AG. Metallizzazione SA. Metallux SA. Metalor Technologies SA. Metaltex SA. Metanord SA. Metoxit AG. Michael Page International (Switzerland) SA. Microsoft Schweiz GmbH. Miele Schweiz AG. Migros. Migros Bank AG. Migros Gastronomie. Mikron SA. Minit Suisse SA. Mobility Genossenschaft. Mökah AG. Monn SA. Montanstahl SA. Moser-Baer AG. MSC Cruises SA. Mulino Maroggia. Müller Frauenfeld AG. Müller Gruppe, Münchenstein. Müller Martini. MultiNet Communication GmbH. Muttoni SA.

N

Naef Holding SA. Naville Distribution SA. NeoVac Gruppe. Neue Aargauer Bank AG. Neuweiler AG. New Work Human Resources SA. Newrest Canonica Catering SA. NewSat Communications SA. Nidwaldner Kantonalbank. Notenstein La Roche Banca Privata SA. Notter Gruppe. Notz Stucki & Cie SA. Novae Restauration SA. Novametal SA. Novartis. Novelis Switzerland SA. Novex AG. Novo Cristal SA. Novoplast AG.

O

Obwaldner Kantonalbank. Odier Excursions SA. Oertli Instrumente AG. Oertli Werkzeuge AG. Oettinger Davidoff AG. Officine Ghidoni SA. Ofisa SA. OLZ & Partners. ONE Training Center AG. Oris SA. Osmopharm SA. OVD Kinegram AG.

P

Pamp SA. Panalpina. Papyrus Schweiz AG. Pargger AG. Park Hyatt Zürich. Park Weggis. Patric métal SA. Paul Bütiger AG. PB Swiss Tools GmbH. PCP.CH AG. Periso SA. Permapack AG. Perrin Holding SA. Phoenix Mecano Komponenten AG. Piccadilly SA. Pini Swiss Engineers SA. Pirelli Tyre (Suisse) SA. Plastex SA. Plaston Holding AG. Polytrona AG. Polytype AG. PPCmetrics AG. PPG Industries Europe Sàrl. Précip-Dip SA. Presto Presse-Vertriebs AG. PricewaterhouseCoopers Ltd. Procter & Gamble International Operations. Protectas SA. Punto Fresco SA. PVA AG. PX Group SA. Python Sécurité Sàrl.

Q

QoQa Services SA. Quickline AG. Quickmail AG.

R

R. Mazzoli SA. R. Morand et Fils SA. R. Nussbaum AG. Raiffeisenbanken. Rainbow SA Servizi di sicurezza. Rapp Gruppe. Rausch AG. RCSmobility SA. RealSport Group. Reasco AG. redtoo ag. Regazzi Holding SA. Régie du Rhône SA. Regiopress SA. Reinhard AG Sachseln. Reitzel (suisse) SA. Reka Schweizer Reisekasse. René Schweizer AG. Rero AG. Restaurant Florida AG Studen. Revaz SA. Richter Dahl Rocha & Associés architectes SA. Ricoh Schweiz AG. Riedo clima AG Düringen. Righi Licht AG. Ringier AG. Riri SA. Ristoranti Fred Feldpausch SA. Ritschard SA. Rivopharm SA. Robatech AG. Rockwell Automation Switzerland GmbH. Rofra Bau AG. Rollomatic SA. Romande Energie SA. Roth Gerüste AG. Rotronic AG. Ruckstuhlgeragen. Rüeeger SA. Rugenbräu AG. Rutishauser Weinkellerei AG. Rutronik Elektronische Bauelemente AG. Rychiger AG.

S

S. Facchinetti SA. SA Vini Bée. Sabag Holding AG. Sage Schweiz AG. Salanitro SA. Samaplast AG. Sandro Sormani SA. Sanitas Krankenversicherung. sanofi-aventis (suisse) sa. Sanvortec AG. Sarix SA. Satom SA. Saudan-Zurbuchen SA. Sauter, Bachmann AG. Saviva AG Geschäftsbereich CCA Angehrn. SB Saanen Bank AG. Schätti AG Metallwarenfabrik. Schaublin SA. Schenk SA. Schiller Holding AG. Schilthornbahn AG. Schindler Elettronica SA. Schlumpf AG. Schmiedewerk Stooss AG. Schmolz + Bickenbach Stahlcenter AG. Schollglas AG. Schubiger AG Bauingenieure. Schumacher AG. Schurter Holding AG. Schweizerische Bodenseeschiffahrtsgesellschaft AG. Schwob AG. Schwyzer Kantonalbank. Scrasa SA. Sefa SA. Sefar Holding AG. Sekisui Alveo AG. Sellita Watch Co SA. Semadeni AG. Sensirion AG. Sercab SA. Settelen AG. Sferax. SHG SA. Shiptec AG. Shopping Arena St. Gallen. Siegfried AG. Sierre-Energie SA. Sigrist-Photometer AG. Simex Trading AG. Similasan. Sintetica SA. SIR SA. SISK A Heuberger Holding AG. SIX Swiss Exchange AG. Skan AG. Sky-Frame AG. Smart Gorla Services SA. SMB Medical SA. SMB SA. Smith & Nephew Schweiz AG. Société anonyme du Grand Hôtel de la Paix. Société Electrique de la Vallée de Joux SA. Société fribourgeoise d'animation touristique SA. SolvAxis SA. Solvay (Schweiz) AG. Somedia Production AG. Sonova Holding AG. Sontex SA. Sorrel Holding SA. SOS Surveillance SA. Soudronic AG. Spar- und Leihkasse Frutigen AG. Spectros AG. SPIE ICS AG. SpineArt SA. Spinelli SA. spirella s.a. Spross-Holding AG. SR Technics Switzerland. Starrag Group Holding AG. Steeltec AG. Steinel Solutions AG. Stettler Sapphire AG. Stierlin AG. Stirnimann AG, Baumaschinen. Stoppani AG. Storchen Zürich. Storz Medical AG. Straub Werke AG. Streuli Bau AG. Studer Innotec SA. Studio d'ingegneria Visani Rusconi Talleri SA. Studio Ingegneria Sciarini SA. Stüdli Plast AG. Südpack Bioggio SA. Suiten Hotel Parco Paradiso. Sulzer Management AG. Surer Kipper Transport AG. Sutter AG. Swatch Group SA. Swiss Automotive Group AG. Swiss Caps AG. Swiss Krono AG. Swiss Prime Site AG. Swisscom AG. Swissôtel Zürich. SwissPrimePack AG. Swissquote Bank SA. Swissray Medical AG. Sylvac SA. Syngenta AG. Synthes Produktions GmbH.

T

T+R AG. Tally Weijl. Tamedia Publications romandes. TBF + Partner AG. Tecan Group AG. Tenconi SA. Terrani SA. Theiler Druck AG. Thermalbad Zurzach AG. Thermex SA. Thermo Fisher Scientific (Ecublens) Sàrl. Thermoplan AG. Thurgauer Kantonalbank. Ticino Hotels Group. Tillotts Pharma AG. Time pieces SA. TISCA Tischhauser & Co. AG. TM Concept AG. TMR Transports de Martigny et Régions SA. Tobi Seeobst AG. Toggenburger Unternehmungen. Tokheim Switzerland SA. Toldo Strassen- und Tiefbau AG. Tony Brändle AG Wil. Tormax Schweiz AG. Tornos SA. Touristische Unternehmung Grächen AG. Tozzo Gruppe. Trasfor SA. Trecor SA. Treier AG. Triumph Holding AG. Trüb by Gemalto. Trumpf Grüsich AG. Trumpf Maschinen AG. Turbomach SA. Turck Duotec SA.

U

u-blox Holding AG. UBS AG. UEFA. Ugo Bassi SA. Unigestion SA. Union Bancaire Privée, UBP SA. Unione Farmaceutica Distribuzione SA. Unitechnologies AG. Urner Kantonalbank. Usines Métallurgiques de Vallorbe SA. Utilis AG.

V

Vale International SA. Valtronic Technologies (Suisse) SA. Valtube SA. Van Baerle AG. Varioprint AG. Vaudoise Assurances Holding SA. Vectronix AG. VF International Sagl. Vischer Rechtsanwälte und Notare. Visilab SA. Vitogaz Switzerland AG. Vitol SA. Vogt AG Lostorf. Vogt-Schild Druck AG. VTX Telecom SA. VZ Holding AG.

W

W. Gassmann AG. Wago Contact AG. Walo Bertschinger AG. Walter Matter SA. Walter Meier AG. Wäscherei Bodensee AG. Waser + CO AG. Weisse Arena Gruppe. Weleda AG. Welti-Furrer. Wey Technology AG. WICOR Holding AG. Widder Hotel Zürich. Wiederkehr AG. Willemin-Macodel SA. wincasa AG. Winterthur Gas & Diesel AG. Wirz AG Bauunternehmung. Woodpecker Holding AG. Wyss Holding AG.

Y

Ypsomed AG.

Z

Zambon Svizzera SA. Ziegelei Hochdorf Holding AG. Ziegler AG Bauunternehmung. Ziemer Ophthalmic Systems AG. Zile AG. Zimmer Biomet. Zindel Gruppe AG. Zingg Transporte AG. Zuger Kantonalbank. Zühlke. Zünd Transport AG. Zur Rose Suisse AG. Zürcher Kantonalbank. Zürich Marriott Hotel. Zürich Tourismus. Zürich Versicherungsgesellschaft AG. zweifel metall ag. ZWZ AG.

3

3M EMEA GmbH.

Chronique monétaire

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

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

Décembre 2016

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

Novembre 2016

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

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

Septembre 2016

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

Juin 2016

Lors de l'examen du 17 mars de la situation économique et monétaire, la BNS laisse la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$ et le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus 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. Selon la BNS, le franc est toujours nettement surévalué. Le taux d'intérêt négatif contribue à rendre les placements en francs moins attrayants. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à réduire les pressions sur le franc. La BNS aide ainsi à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique.

Mars 2016

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

Internet

www.snb.ch

Droits d'auteur/copyright ©

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

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

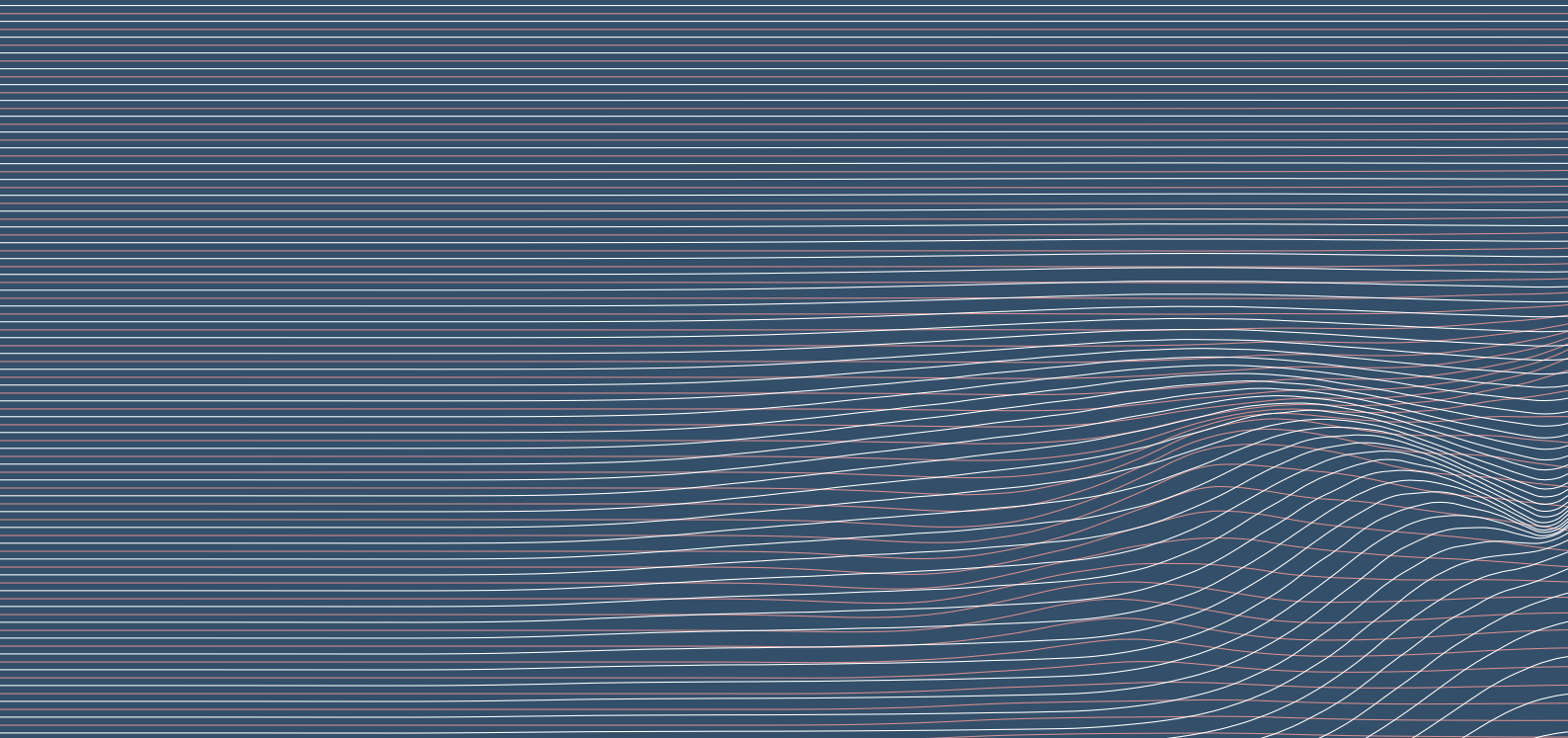
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

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

Limitation de la responsabilité

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2016



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

