



---

Bulletin trimestriel  
4/2018 Décembre

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





---

Bulletin trimestriel  
4/2018 Décembre

36<sup>e</sup> année



---

# Table des matières

	Page
<b>Rapport sur la politique monétaire</b>	<b>4</b>
1 Décision de politique monétaire du 13 décembre 2018	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	18
5 Evolution monétaire	21
<b>Signaux conjoncturels</b>	<b>28</b>
Remerciements	34
<b>Chronique monétaire</b>	<b>38</b>

---

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de décembre 2018 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 13 décembre 2018) 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 13 décembre 2018. 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 13 décembre 2018

### La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste

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

Depuis l'examen de septembre 2018, le franc s'est légèrement déprécié en valeur pondérée par le commerce extérieur. Cette évolution s'explique avant tout par le renforcement du dollar des Etats-Unis. Face à l'euro, le franc n'a pratiquement pas varié. Dans l'ensemble, il s'inscrit toujours à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes demeure fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes sont toujours nécessaires. Ils maintiennent à un bas niveau l'attrait des placements en francs et réduisent les pressions à la hausse sur le franc.

La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle pour les trimestres à venir est plus faible que celle de septembre (voir graphique 1.1), ce qui s'explique avant tout par le

recul des prix du pétrole. A moyen terme aussi, la prévision d'inflation a été légèrement revue à la baisse en raison des perspectives de croissance plus modérées. Pour l'année 2018, la BNS continue de tabler sur une inflation de  $0,9\%$ . Pour 2019, la prévision d'inflation s'établit désormais à  $0,5\%$  au lieu de  $0,8\%$ . Pour 2020, la BNS s'attend à une inflation de  $1\%$ , contre  $1,2\%$  dans la prévision du trimestre précédent. La prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à  $-0,75\%$  pendant les trois prochaines années.

Au troisième trimestre, la croissance mondiale a perdu un peu de sa vigueur, ce qui s'explique toutefois en grande partie par des facteurs extraordinaires dans la zone euro et au Japon. Aux Etats-Unis et en Chine, la croissance économique est restée robuste. L'emploi a de nouveau progressé dans les pays industrialisés, et le chômage a continué de reculer. Les échanges internationaux de biens ont eux aussi poursuivi leur expansion.

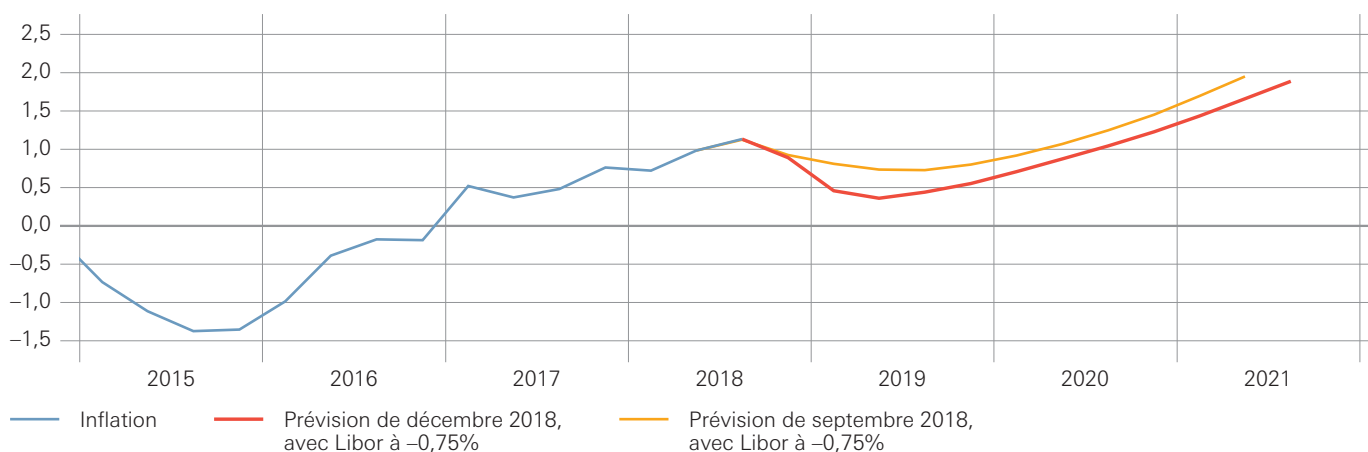
Dans son scénario de base concernant l'économie mondiale, la BNS table sur une croissance solide pour les prochains trimestres. A court terme, la croissance de l'économie mondiale devrait demeurer légèrement supérieure à son potentiel, la conjoncture mondiale bénéficiant de la nette amélioration de la situation sur le marché du travail et de la politique monétaire toujours expansionniste dans les pays industrialisés. A moyen terme cependant, un ralentissement graduel devrait se produire.

Face à ce scénario de base positif, il existe toutefois des risques importants, découlant notamment des incertitudes politiques et des tendances protectionnistes. Au cours des derniers mois, ces facteurs ont influé encore plus négativement sur le moral tant des entreprises que des marchés financiers. Des perturbations majeures pourraient menacer la conjoncture internationale et se répercuter aussi sur la politique monétaire.

Graphique 1.1

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 2018

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



Sources: BNS et OFS.

En Suisse, le produit intérieur brut (PIB) a diminué de 0,9% en données annualisées au cours du troisième trimestre. En raison de la forte croissance enregistrée durant les trimestres précédents, il reste néanmoins supérieur de 2,4% au niveau affiché un an auparavant. Après plusieurs trimestres de progression très marquée, il fallait s'attendre à un affaiblissement de la dynamique. Mais le recul du PIB est aussi à mettre sur le compte de facteurs temporaires. Une analyse de l'ensemble des indicateurs conjoncturels disponibles montre que la dynamique s'est certes légèrement atténuée, mais reste favorable. Sur le marché du travail, l'évolution positive s'est poursuivie. L'emploi a fortement progressé au troisième trimestre, et le taux de chômage a continué à reculer jusqu'en novembre pour s'inscrire à 2,4%.

Pour l'ensemble de l'année 2018, la BNS table à présent sur une progression du PIB un peu plus faible, soit d'environ 2,5%. En Suisse comme à l'étranger, la dynamique économique devrait légèrement ralentir en 2019. Selon la

BNS, le PIB devrait progresser d'environ 1,5% l'année prochaine.

Les risques sont orientés à la baisse comme dans le reste du monde. En particulier, un fort ralentissement de l'économie mondiale se répercuterait rapidement sur la Suisse.

Sur les marchés hypothécaire et immobilier, les déséquilibres persistent. Tant les prêts hypothécaires que les prix des maisons individuelles et des appartements en propriété par étage ont continué d'afficher une hausse modérée au cours des derniers trimestres. Dans le segment des objets résidentiels de rendement, les prix se sont stabilisés, mais ils sont particulièrement exposés à une correction du fait de leur forte progression au cours des dernières années et du nombre croissant de logements vacants. La BNS observe toujours attentivement l'évolution sur les marchés hypothécaire et immobilier, et examine régulièrement s'il y a lieu d'adapter le volant anticyclique de fonds propres.

### Stratégie de politique monétaire de la BNS

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

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

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

Tableau 1.1

### INFLATION OBSERVÉE, DÉCEMBRE 2018

	2015				2016				2017				2018				2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Inflation	-0,7	-1,1	-1,4	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,8	0,7	1,0	1,1				

Source: OFS.

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 2018

	2018				2019				2020				2021				2018	2019	2020	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Prévision de septembre 2018, avec Libor à -0,75%			1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	1,1	1,2	1,5	1,7	2,0				0,9	0,8	1,2
Prévision de décembre 2018, avec Libor à -0,75%			0,9	0,5	0,4	0,4	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4	1,7	1,9				0,9	0,5	1,0

Source: BNS.



## 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

Le contexte économique mondial reste favorable dans l'ensemble, mais les indicateurs conjoncturels sont plus hétérogènes qu'au trimestre précédent.

Au troisième trimestre, la croissance mondiale a perdu un peu de sa vigueur, ce qui s'explique en majeure partie par des facteurs temporaires dans la zone euro et au Japon. Aux Etats-Unis et en Chine, la croissance économique est restée robuste. L'emploi a de nouveau progressé dans les pays industrialisés, et le chômage a continué de reculer. Les échanges de biens au niveau mondial ont eux aussi poursuivi leur expansion (voir graphique 2.1).

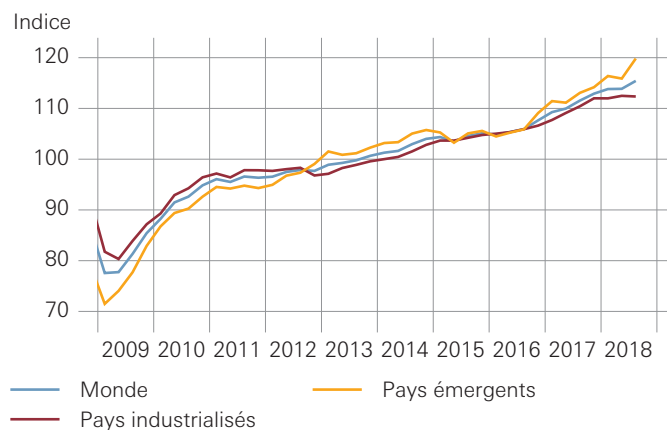
Dans son scénario de base concernant l'économie mondiale, la BNS table une nouvelle fois sur une croissance légèrement supérieure à son potentiel au cours des prochains trimestres. Cette croissance est soutenue par la politique monétaire toujours expansionniste des pays industrialisés et par la robustesse du marché du travail. Elle devrait ralentir progressivement à moyen terme.

Face à ce scénario de base favorable, il existe toutefois des risques importants, découlant notamment des incertitudes politiques et des tendances protectionnistes. Aussi les risques de dommages potentiels sont-ils considérables. Ils pourraient créer des turbulences sur les marchés financiers, menacer l'évolution économique au niveau international et avoir une incidence sur la politique monétaire.

Graphique 2.1

### COMMERCE INTERNATIONAL DE BIENS

Moyenne de la période considérée = 100



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

Tableau 2.1

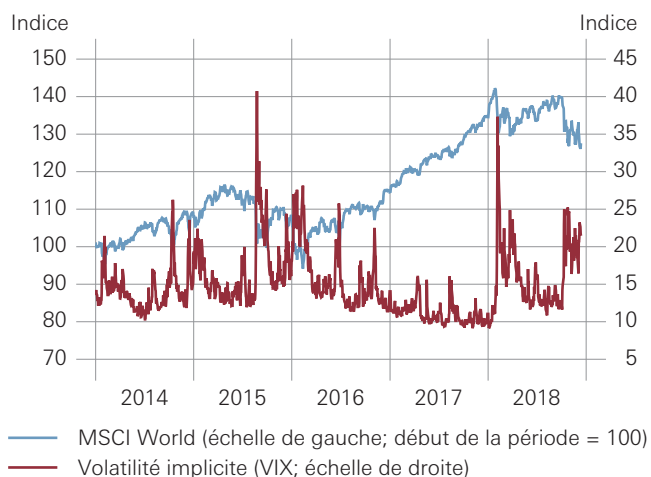
### SCÉNARIO DE BASE POUR L'ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

	2014	2015	2016	2017	Scénario	
					2018	2019
<b>PIB, variation en % par rapport à l'année précédente</b>						
Economie mondiale <sup>1</sup>	3,6	3,5	3,3	3,9	4,0	3,9
Etats-Unis	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,5
Zone euro	1,4	2,0	1,9	2,5	1,9	1,5
Japon	0,3	1,3	0,6	1,9	0,9	1,1
<b>Prix du baril de pétrole en USD</b>	99,0	52,5	43,8	54,3	73,1	74,0

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

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

**MARCHÉS DES ACTIONS**

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

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

Titres d'Etat à 10 ans

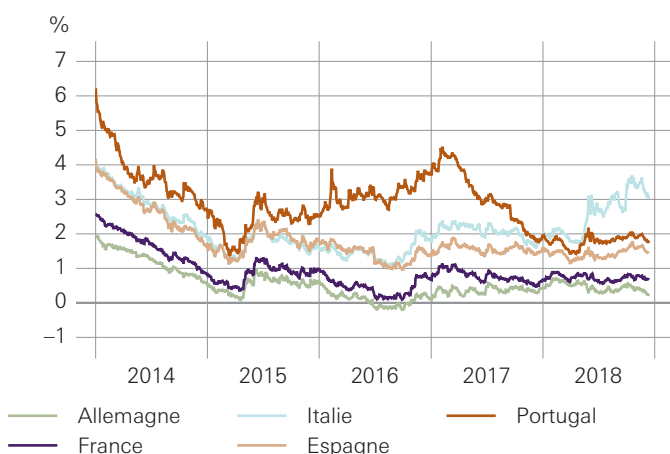


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

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

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

Pour établir ses prévisions relatives à l'économie mondiale, la Banque nationale se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole et celui de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 74 dollars des Etats-Unis le baril de Brent, soit 1 dollar de plus que dans le scénario de base du mois de septembre (voir tableau 2.1), et d'un cours de 1,14 dollar pour 1 euro, contre 1,16 dollar en septembre. Ces deux données correspondent, au moment de l'établissement du présent scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

**MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES**

Depuis le dernier examen de la situation économique et monétaire, en septembre, les marchés financiers internationaux se sont montrés plus volatils. Les inquiétudes relatives à un ralentissement de la croissance mondiale, les incertitudes permanentes concernant le Brexit et la politique budgétaire en Italie ainsi que les tensions commerciales persistantes entre les Etats-Unis et la Chine en particulier ont pesé sur les marchés des actions. S'y est ajoutée début octobre une hausse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis, entraînant une correction de l'indice mondial MSCI de même qu'une augmentation sensible de la volatilité des actions américaines (VIX), qui est calculée d'après les prix des options et traduit l'incertitude sur les marchés. L'indice VIX est demeuré à un niveau élevé jusqu'à mi-décembre (voir graphique 2.2).

Les rendements des obligations d'Etat à dix ans ont évolué de manière hétérogène dans les pays industrialisés. Aux Etats-Unis, ils ont progressivement diminué après avoir augmenté début octobre, et ils ont eu tendance à stagner dans la plupart des autres pays industrialisés (voir graphique 2.3). En Italie, ils se sont toutefois de nouveau accrus quelque peu en raison des incertitudes politiques (voir graphique 2.4).

Le dollar des Etats-Unis s'est apprécié en termes pondérés par le commerce extérieur. Le yen a eu tendance à se maintenir à un niveau stable, tandis que l'euro et la livre sterling ont enregistré une légère dévalorisation (voir graphique 2.5).

Une grande incertitude régnait également sur le marché du pétrole, comme en témoignaient non seulement la volatilité, accrue, calculée d'après le prix des options, mais aussi les fluctuations du cours de l'or noir. Les sanctions américaines contre l'Iran ont contribué dans un premier temps à une hausse du prix du pétrole, qui a ensuite eu tendance à reculer face à la crainte d'un ralentissement conjoncturel mondial et d'une augmentation simultanée de la production de pétrole. L'incertitude découlant des tensions commerciales a encore pesé sur les prix des métaux industriels (voir graphique 2.6).

## ÉTATS-UNIS

Aux Etats-Unis, la croissance du PIB s'est établie à 3,5% au troisième trimestre, dépassant de nouveau sensiblement son potentiel (voir graphique 2.7). La consommation privée en est restée l'un des moteurs. Les effectifs ont poursuivi leur progression ces derniers mois, et le chômage est descendu à 3,7% en novembre (voir graphique 2.10).

Des indicateurs conjoncturels majeurs tels que les ventes du commerce de détail et la production de l'industrie manufacturière laissent entrevoir une croissance solide au dernier trimestre également. Le durcissement progressif de la politique monétaire devrait ralentir peu à peu le dynamisme conjoncturel dans les trimestres à venir. Les effets positifs de la politique budgétaire devraient eux aussi s'estomper à moyen terme. La Banque nationale laisse ses prévisions pour le PIB américain pratiquement inchangées, tablant sur une croissance de 2,9% en 2018 et de 2,5% en 2019 (voir tableau 2.1).

Aux Etats-Unis, le renchérissement a fluctué entre août et novembre principalement à cause des prix des denrées alimentaires et de l'énergie (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente n'a guère changé, s'inscrivant à 2,2% (voir graphique 2.12). Privilégié par la Réserve fédérale (Fed) en tant qu'indice des prix, le déflateur de la consommation privée reste conforme à la valeur cible de 2% fixée par la Fed. Compte tenu de la dynamique inflationniste actuelle et des progrès réalisés sur le marché du travail, la Fed a relevé en septembre la marge de fluctuation de son taux directeur à 2,0%-2,25% et prévoit de poursuivre le durcissement de sa politique monétaire (voir graphique 2.13).

Graphique 2.5

### COURS DE CHANGE

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

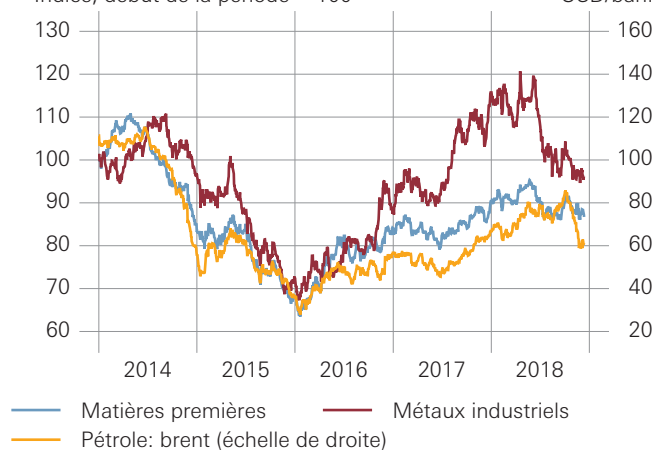


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.6

### PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Indice, début de la période = 100 USD/baril

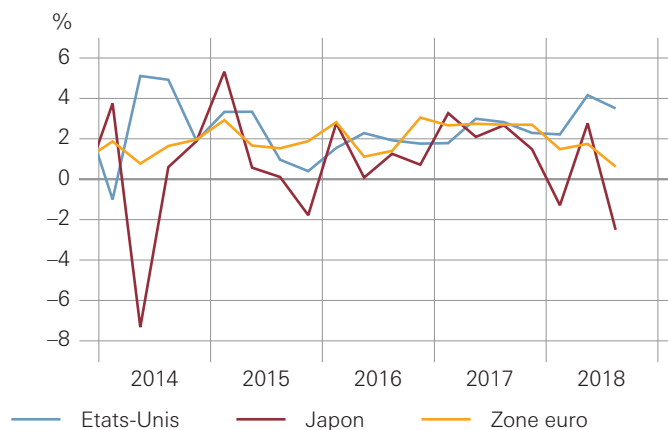


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

### PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

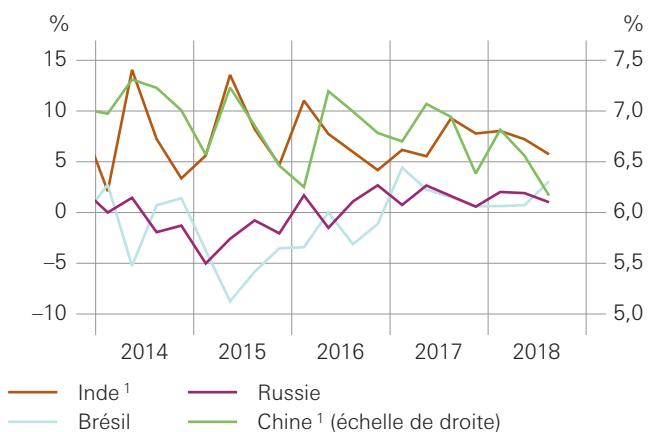


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

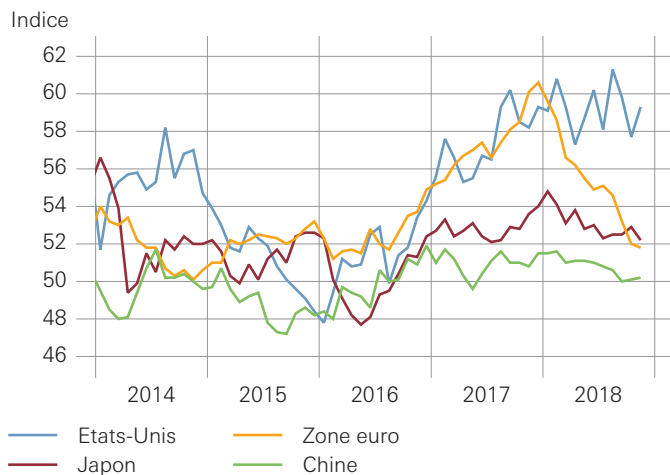
**PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS**

Variation par rapport à la période précédente



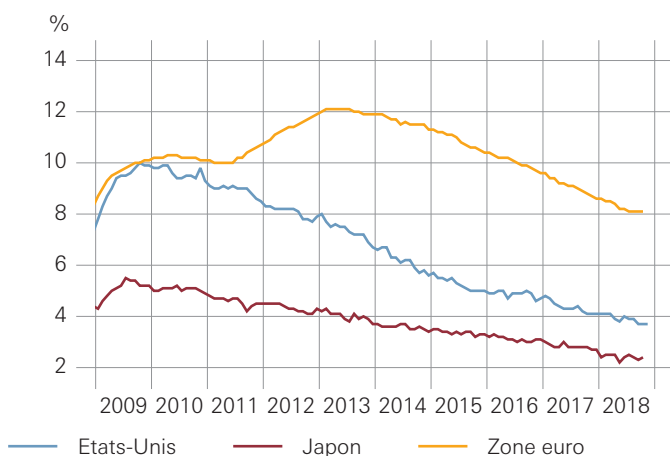
1 Correction des variations saisonnières: BNS.  
Sources: CEIC et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

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

Sources: Institute for Supply Management (ISM) et Markit Economics Limited.

Graphique 2.10

**TAUX DE CHÔMAGE**

Source: Thomson Reuters Datastream.

**ZONE EURO**

Dans la zone euro, la croissance du PIB a ralenti au troisième trimestre pour s'établir à 0,6%, après avoir marqué une hausse de 1,7% au trimestre précédent (voir graphique 2.7). Cet affaiblissement tient principalement à une réduction passagère de la production de véhicules en raison de nouvelles normes d'émission. Le PIB a ainsi reculé de 0,8% en Allemagne. Les effectifs ont cependant continué de progresser dans la zone euro, et le chômage a atteint en octobre son niveau le plus bas des dix dernières années (voir graphique 2.10).

Le ralentissement conjoncturel au troisième trimestre devrait être provisoire. Les enquêtes réalisées auprès des ménages et des entreprises reflètent une conjoncture durablement solide, qui devrait encore être soutenue par des conditions de financement favorables et une évolution robuste des revenus des ménages. Dans l'ensemble, la BNS n'a guère modifié ses prévisions de croissance pour la zone euro. Celles-ci s'inscrivent à 1,9% pour 2018 et à 1,5% pour 2019 (voir tableau 2.1). Les perspectives encourageantes continuent cependant de s'accompagner de risques, au nombre desquels figurent les aléas politiques en Italie, les incertitudes liées aux différends commerciaux sur le plan international et les futures relations entre l'Union européenne (UE) et le Royaume-Uni.

La hausse des prix à la consommation dans la zone euro n'a guère changé ces derniers mois et s'inscrivait à 2% en novembre, tandis que l'inflation sous-jacente a oscillé autour de 1%, comme c'est le cas depuis quelques années (voir graphiques 2.11 et 2.12). Les anticipations d'inflation à moyen terme calculées à l'aide d'indicateurs des marchés financiers ont stagné en deçà de l'objectif d'inflation d'un peu moins de 2% fixé par la BCE. La croissance des salaires s'est raffermie depuis le début de l'année.

La BCE a décidé de maintenir ses taux directeurs tels quels en décembre. Elle compte les laisser inchangés au moins jusqu'après l'été 2019. Comme prévu, la BCE a réduit de moitié en octobre ses achats mensuels nets de titres pour les porter à 15 milliards d'euros. Elle les arrêtera à la fin de l'année. Elle entend poursuivre pendant quelque temps le réinvestissement des titres arrivés à échéance.

## JAPON

Au Japon, le PIB a reculé de 2,5% au troisième trimestre, après avoir affiché une croissance moyenne de 0,7% au cours du premier semestre (voir graphique 2.7). Cette baisse tient principalement à une série de catastrophes naturelles qui ont affecté notamment les chaînes d'approvisionnement et la consommation privée. Le nombre de touristes étrangers a lui aussi diminué cet été. L'économie devrait toutefois se redresser rapidement grâce aux dépenses publiques engagées pour la reconstruction.

Les perspectives demeurent favorables pour 2019. Les conditions de financement avantageuses, la conjoncture solide dans l'industrie au niveau mondial ainsi que les investissements dans les infrastructures et le tourisme en prévision des Jeux olympiques de Tokyo en 2020 soutiendront l'économie japonaise. De plus, des mesures conjoncturelles devraient atténuer les effets du relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée qui est prévu en octobre 2019. La BNS continue de tabler sur une croissance du PIB de 0,9% en 2018 et de 1,1% en 2019 (voir tableau 2.1). Au cours de l'année prochaine, l'économie japonaise devrait entrer dans la phase d'expansion la plus longue de l'après-guerre.

A la suite du renchérissement de l'énergie et des denrées alimentaires, la hausse des prix à la consommation s'est de nouveau accentuée ces derniers mois pour s'établir à 1,4% en octobre (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente par contre n'a guère évolué, continuant de fluctuer autour de 0% (voir graphique 2.12). Calculées à partir d'enquêtes auprès des entreprises, les anticipations d'inflation à plus long terme ont elles aussi été relativement stables et sont restées nettement inférieures à l'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon. Les baisses de prix prévues en 2019 dans la téléphonie mobile devraient sensiblement freiner le renchérissement pour un temps. Eu égard à la faible dynamique inflationniste, la Banque du Japon envisage de conserver des taux bas pendant une période prolongée.

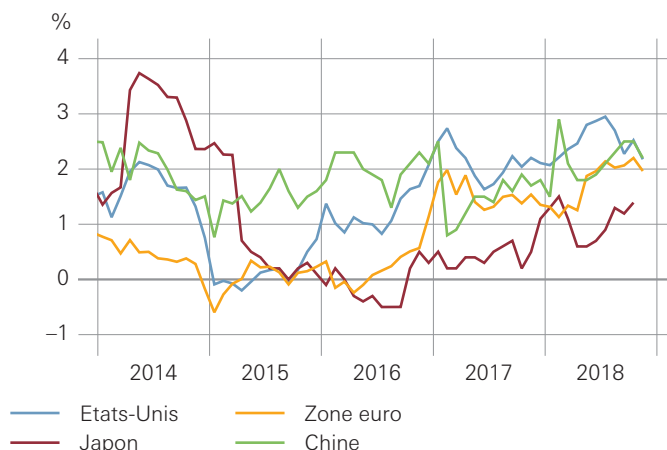
## CHINE

En Chine, au troisième trimestre, la progression du PIB a de nouveau légèrement fléchi et s'est inscrite à 6,2% (voir graphique 2.8), les effets modérateurs provenant tant de l'industrie que du secteur de la construction. En revanche, la création de valeur a encore marqué une forte expansion dans les services.

Graphique 2.11

### PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente

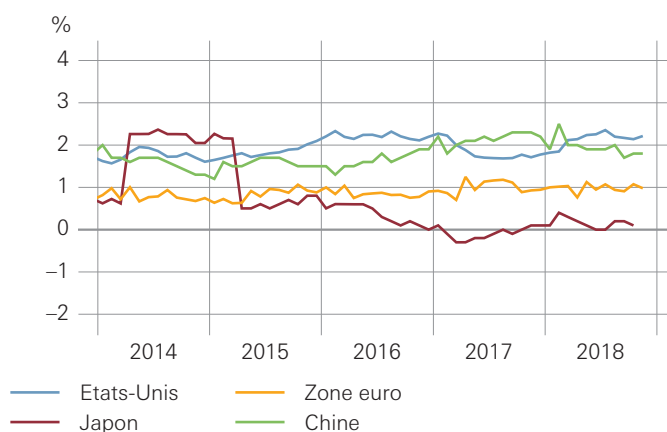


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.12

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

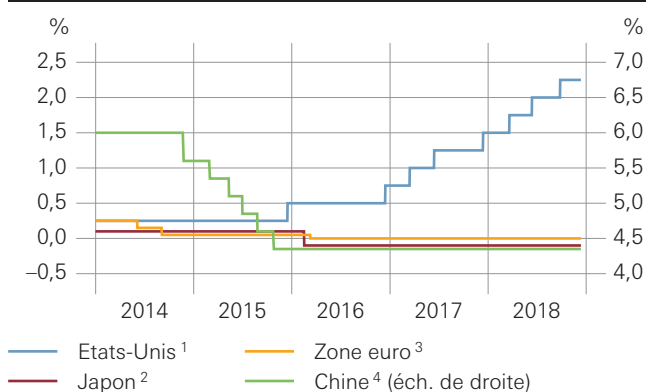
Variation par rapport à l'année précédente



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

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

**TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS**

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

2 Taux cible au jour le jour.

3 Taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

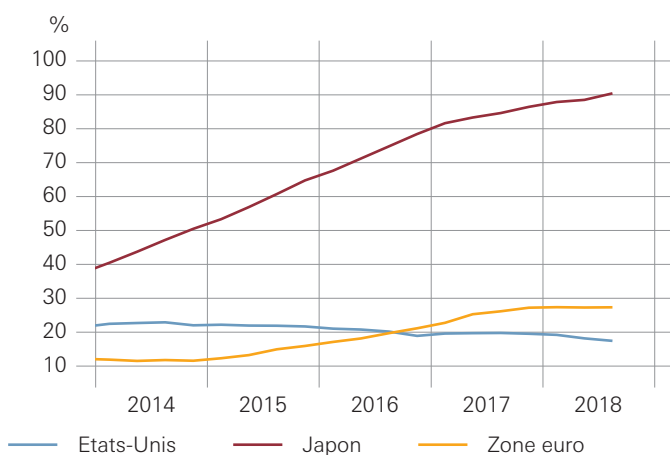
4 Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.14

**BASE MONÉTAIRE**

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

Les perspectives conjoncturelles de la Chine restent inchangées. La croissance du PIB devrait certes demeurer solide dans les trimestres à venir, mais elle sera quelque peu inférieure à celle du début de l'année. L'affaiblissement progressif de la croissance observé depuis plusieurs années se poursuit donc au même rythme que le ralentissement de la croissance potentielle. A la suite du resserrement graduel de la réglementation des marchés financiers depuis fin 2016 et de la hausse des taux d'intérêt à long terme courant 2017, la progression du crédit a encore ralenti. Cette évolution devrait principalement peser sur l'activité dans l'immobilier et dans la construction. A cela s'ajoutent les effets négatifs des tensions commerciales avec les Etats-Unis. Depuis septembre, certaines exportations chinoises à destination des Etats-Unis, qui représentent quelque 200 milliards de dollars par an, sont soumises à des droits de douane supplémentaires de 10%. Pour éviter que le dynamisme conjoncturel ne s'effondre, le gouvernement chinois entend désormais réaliser divers projets d'infrastructure plus rapidement que prévu et baisser les impôts.

En juillet déjà, la banque centrale de Chine avait un peu assoupli sa politique monétaire, ce qui avait fait baisser les taux d'intérêt sur le marché monétaire. Ceux-ci se sont stabilisés ces derniers mois. En octobre, la banque centrale a une nouvelle fois réduit le taux des réserves minimales.

La BNS table sur une croissance du PIB de 6,6% en 2018 et pense que le gouvernement atteindra d'ici 2020 son objectif de croissance à moyen terme, qui est fixé à 6,3% en moyenne.

**BRÉSIL, INDE ET RUSSIE**

Au troisième trimestre, la conjoncture a évolué de manière hétérogène dans les autres grands pays émergents. En Inde, la croissance du PIB a déçu (5,7%), mais le ralentissement devrait être temporaire. En Russie aussi, l'économie a progressé à un rythme inférieur au potentiel. Au Brésil en revanche, le redressement s'est poursuivi, accompagné d'une forte croissance du PIB (voir graphique 2.8).

Les perspectives sont favorables dans ces pays. En Inde, le PIB devrait croître bien plus fortement en 2018 qu'en 2017. Des effets positifs devraient encore être enregistrés en 2019 à la suite de la recapitalisation des établissements de crédit proches de l'Etat et des dépenses publiques en matière d'infrastructures. En Russie, la consommation privée devrait bénéficier d'un faible taux de chômage et de revenus réels en hausse. Au Brésil, la politique monétaire plus souple, le renchérissement bas et la demande solide de l'étranger devraient favoriser la reprise économique.



# 3 Evolution économique en Suisse

En Suisse, le PIB a reculé de 0,9% au troisième trimestre selon les premières estimations. Le ralentissement de la croissance a ainsi été plus fort que prévu. Si l'on considère un éventail d'indicateurs conjoncturels plus large, un certain fléchissement se confirme certes, mais la majorité d'entre eux indique toujours une croissance solide.

Du fait du recul du PIB, l'utilisation des capacités de production de l'économie a subi une légère altération. L'écart de production estimé demeure cependant positif. Le marché du travail a continué d'évoluer favorablement. Le chômage a ainsi de nouveau baissé au cours des derniers mois.

D'après les indicateurs avancés et les enquêtes, les perspectives conjoncturelles restent très satisfaisantes. Pour 2018, la BNS table sur une croissance du PIB d'approximativement 2,5%. En 2019, la dynamique économique devrait légèrement ralentir en Suisse comme à l'étranger. La croissance annuelle pour 2019 devrait être plus faible que celle de 2018, se situant à 1,5% environ. Néanmoins, l'utilisation des capacités de production de l'économie devrait globalement rester bonne.

## PRODUCTION ET DEMANDE

Pour évaluer la situation économique, la BNS se fonde sur un large éventail d'informations. Tandis que les chiffres du PIB ont été décevants au troisième trimestre, la plupart des indicateurs conjoncturels indique que l'évolution positive se poursuivra.

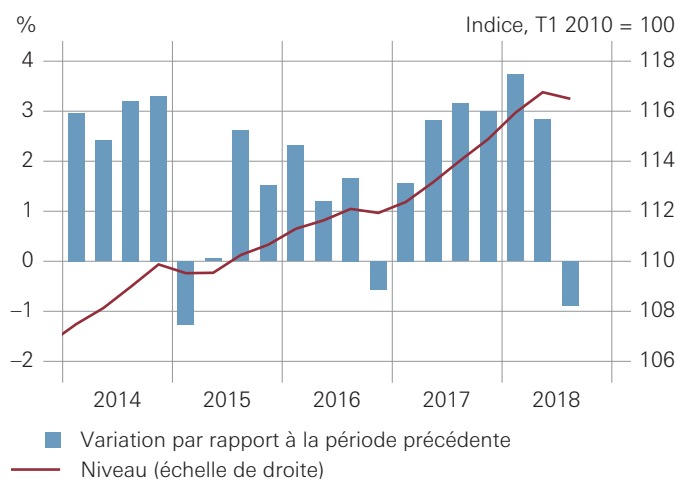
### Evolution décevante du PIB au 3<sup>e</sup> trimestre

Après avoir fortement progressé aux trimestres précédents, le PIB a cessé de croître au troisième trimestre. D'après les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), il a reculé de 0,9% (voir graphique 3.1), enregistrant ainsi une évolution nettement en deçà des attentes.

Dans la moitié des branches, la création de valeur s'est réduite au troisième trimestre. Le repli du PIB est essentiellement dû aux baisses de revenus dans l'industrie manufacturière, dans le commerce et dans le secteur du divertissement. Seuls les services aux entreprises ont sensiblement soutenu la croissance.

Graphique 3.1

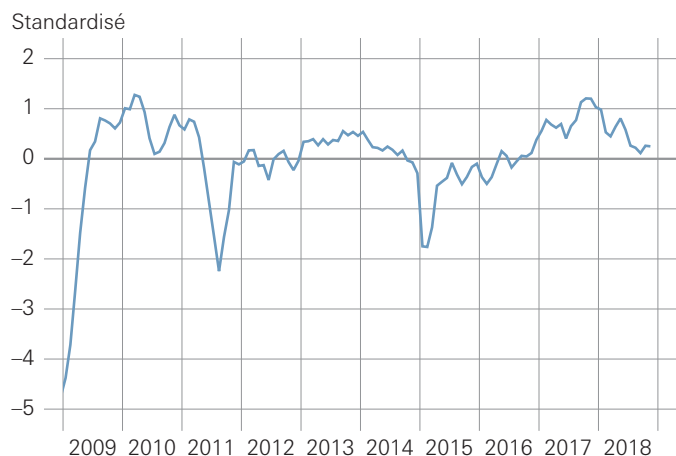
### PIB RÉEL



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

Graphique 3.2

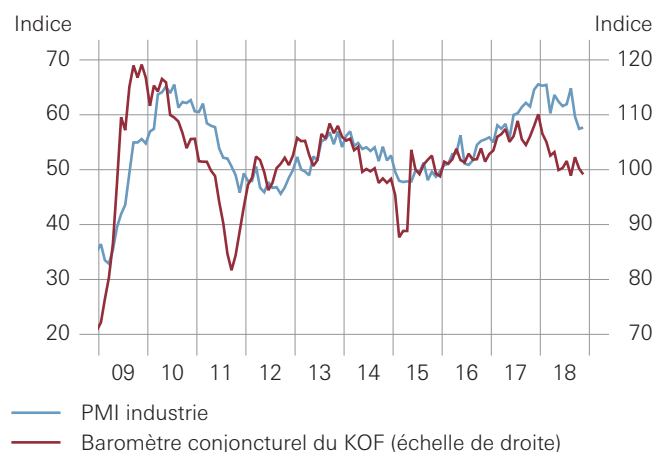
### INDICE BNS DU CYCLE DES AFFAIRES



Source: BNS.

Graphique 3.3

### PMI INDUSTRIE ET BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF



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

Du côté de la demande, le PIB a également connu une faible évolution. Les exportations, en particulier, ont accusé une forte baisse, et la demande intérieure finale a reculé pour la première fois depuis plus de six ans (voir tableau 3.1).

#### Tableau plus positif selon les indicateurs conjoncturels

Si l'on prend en compte un large éventail d'informations, la situation relative à la croissance économique au troisième trimestre paraît meilleure que celle qui ressort de l'estimation trimestrielle du PIB. D'après l'indice du cycle des affaires calculé par la BNS, qui offre une vue exhaustive de la dynamique conjoncturelle, la tendance positive s'est en effet légèrement affaiblie, mais est restée supérieure à sa moyenne (voir graphique 3.2).

D'autres indicateurs conjoncturels font aussi état d'une évolution favorable pour le troisième trimestre. Si le PMI a reculé dans l'industrie manufacturière au cours des derniers mois, il conserve néanmoins un niveau nettement supérieur au seuil de croissance, qui se situe à 50 (voir graphique 3.3). Le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) indique également une croissance économique pour le moins moyenne, avec des valeurs proches de 100.

Les entretiens menés avec les chefs d'entreprise par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale font eux aussi apparaître une évolution positive au second semestre.

Tableau 3.1

### PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2014	2015	2016	2017	2016	2017					2018		
					T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
Consommation privée	1,3	1,7	1,5	1,1	2,9	0,1	0,4	2,0	0,4	1,4	0,8	0,3	
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,2	1,1	1,2	0,9	0,8	0,2	0,7	2,0	2,4	0,5	0,7	-0,4	
Investissements	3,0	2,3	3,4	3,3	0,7	8,4	1,0	4,5	3,2	4,6	2,1	-4,9	
Construction	3,2	1,6	0,5	1,4	-0,5	2,7	0,8	2,3	2,3	0,0	2,3	0,1	
Biens d'équipement	2,9	2,7	5,4	4,5	1,4	12,1	1,1	5,7	3,8	7,4	2,0	-7,7	
Demande intérieure finale	1,9	1,8	2,0	1,7	2,0	2,3	0,6	2,7	1,4	2,1	1,1	-1,2	
Variation des stocks <sup>1</sup>	-0,5	-0,4	-1,9	-0,1	-6,5	-1,7	8,0	-10,8	10,2	-1,4	1,0	3,8	
Exportations totales <sup>2</sup>	5,2	2,6	7,0	3,6	14,0	-1,6	1,8	19,6	-5,7	7,2	-1,1	-11,6	
Biens <sup>2</sup>	5,8	2,6	6,7	5,1	-2,2	15,4	5,7	21,3	-6,0	13,0	-1,4	-15,8	
Biens sans commerce de transit <sup>2</sup>	4,0	0,7	6,6	6,0	-8,2	14,2	7,3	9,8	7,3	6,4	2,9	-14,4	
Services	4,0	2,4	7,6	0,7	50,2	-26,3	-5,2	16,5	-5,2	-3,4	-0,5	-2,5	
Importations totales <sup>2</sup>	3,3	3,0	4,7	4,1	7,7	-4,8	16,2	-2,5	12,2	1,7	-3,1	-6,3	
Biens <sup>2</sup>	1,7	0,0	4,4	5,5	0,3	-2,4	25,6	-2,0	24,5	8,3	-4,3	-9,1	
Services	6,8	8,8	5,3	1,6	22,8	-9,1	0,8	-3,4	-8,3	-10,4	-0,6	-0,2	
Commerce extérieur <sup>3</sup>	1,3	0,1	1,7	0,2	4,1	1,1	-5,8	11,5	-8,5	3,2	0,8	-3,6	
<b>PIB</b>	<b>2,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,9</b>	

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

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

3 Contribution à la croissance en points.

Source: SECO.



## MARCHÉ DU TRAVAIL

L'évolution favorable s'est poursuivie sur le marché du travail. L'emploi a progressé et le taux de chômage s'est encore réduit.

### Recul continu du chômage

Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a connu un nouveau repli ces derniers mois. Fin novembre, 110 000 personnes étaient inscrites au chômage, en données corrigées des variations saisonnières. Le taux de chômage en données désaisonnalisées calculé par le SECO s'inscrivait à 2,4% (voir graphique 3.4), s'établissant ainsi à un niveau à peu près aussi bas que celui d'avant la crise économique et financière de 2008.

Par ailleurs, l'Office fédéral de la statistique (OFS) calcule un taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT), sur la base de l'enquête suisse sur la population active (ESPA). Cette enquête, réalisée chaque trimestre auprès des ménages, englobe également les demandeurs d'emploi qui ne sont pas ou plus inscrits auprès d'un ORP. Par conséquent, ce taux est supérieur à celui du SECO. Au troisième trimestre 2018, il a fortement reculé en données corrigées des variations saisonnières et s'est établi à 4,3%, soit sa valeur la plus faible depuis 2011.

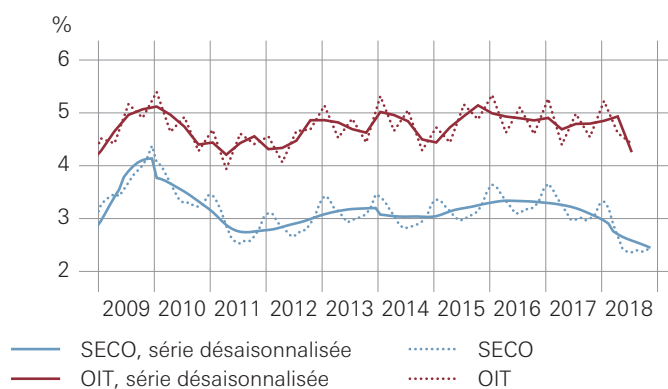
### Solide croissance de l'emploi

Au troisième trimestre, le nombre de personnes recensées dans la statistique de la population active occupée (SPA0) s'est nettement accru (voir graphique 3.5). Cette statistique mesure l'activité sous l'angle des ménages et repose elle aussi principalement sur l'ESPA.

La statistique de l'emploi (STATEM), quant à elle, évalue l'emploi dans la perspective des entreprises et est basée sur une enquête réalisée auprès de ces dernières. Selon la STATEM, le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps a augmenté sur un large front au troisième trimestre, bien que dans une mesure moindre qu'au trimestre précédent (voir graphique 3.6). L'emploi a progressé dans les services, dans l'industrie manufacturière comme dans la construction.

Graphique 3.4

### TAUX DE CHÔMAGE



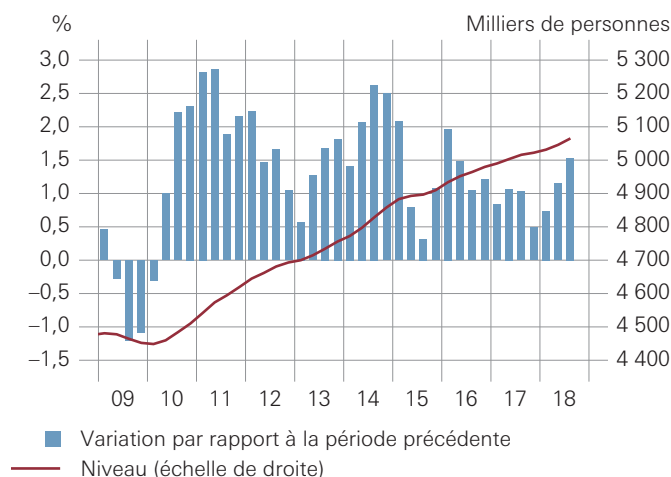
SECO: chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après les recensements de 2000 et de 2010 et les relevés structurels 2012 à 2014.

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

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

Graphique 3.5

### PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES

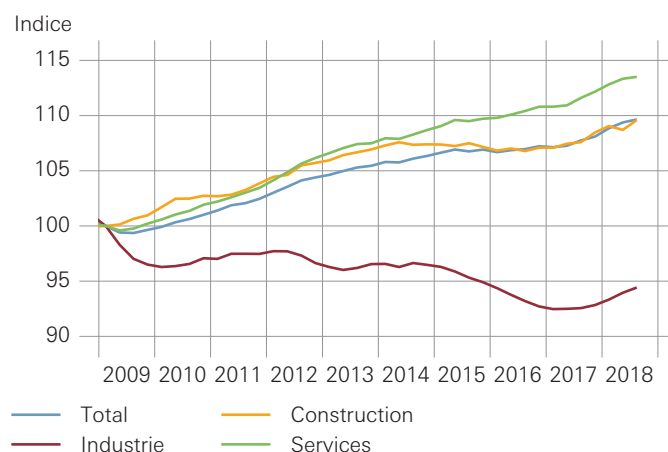


Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

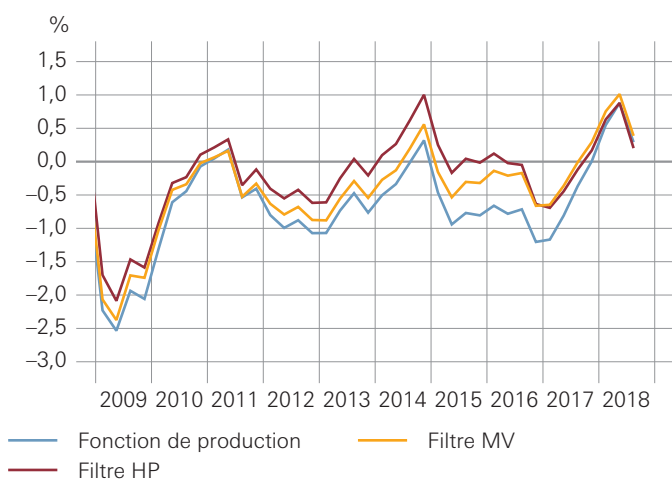
### EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS

Début de la période = 100



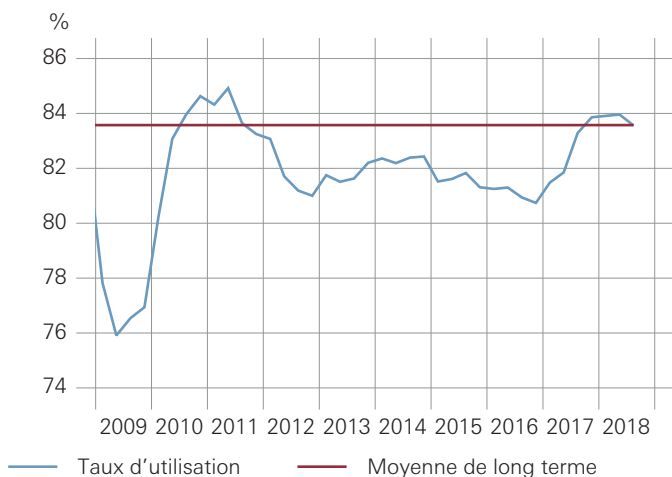
Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

## ÉCART DE PRODUCTION



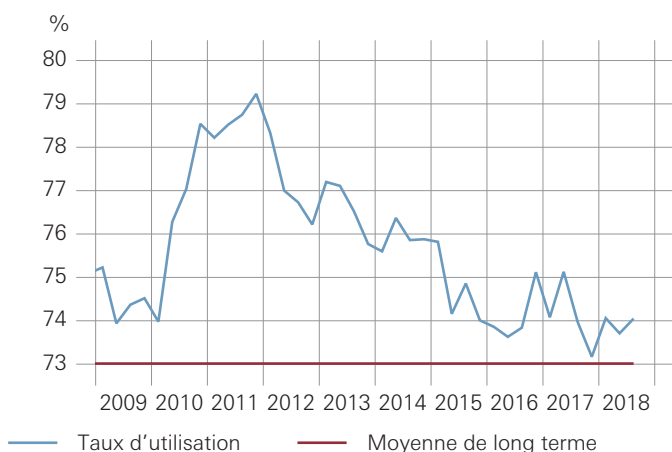
Source: BNS.

## UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



Source: KOF.

## UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



Source: KOF.

## UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

## Ecart de production positif

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. Les estimations reposant sur les chiffres trimestriels du PIB font apparaître un écart légèrement positif depuis le début de l'année. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart est de 0,3% au troisième trimestre, contre 0,9% au trimestre précédent. Avec d'autres méthodes (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), l'écart obtenu a aussi évolué dans la zone positive au cours des trimestres passés (voir graphique 3.7).

## Utilisation satisfaisante des capacités d'après les enquêtes

Les enquêtes indiquent elles aussi une utilisation satisfaisante des facteurs de production. D'après l'enquête du KOF, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière s'inscrit en légère baisse au troisième trimestre pour s'établir à 83,6%, soit un niveau conforme à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Dans la construction, le taux d'utilisation des machines a quelque peu dépassé sa moyenne de long terme au troisième trimestre (voir graphique 3.9). Dans les services, les enquêtes indiquent un taux d'utilisation des capacités techniques légèrement supérieur à la moyenne. Le manque de personnel se ressent de plus en plus. Les enquêtes sur la situation de la main-d'œuvre réalisées dans les différentes branches révèlent que les entreprises font face à des difficultés croissantes pour pourvoir les postes vacants. Dans l'ensemble, les enquêtes sur l'utilisation des facteurs de production donnent une image peu plus positive que celle qui ressort des chiffres relatifs à l'écart de production basés sur le PIB.

## PERSPECTIVES

Les perspectives restent positives pour l'économie suisse malgré un léger ralentissement. A moyen terme, la BNS s'attend toujours à une solide croissance économique. Premièrement, la conjoncture mondiale telle qu'elle ressort du scénario de base (voir chapitre 2) devrait continuer à contribuer à la demande extérieure. Deuxièmement, la croissance démographique devrait stimuler la demande. Troisièmement, le bas niveau des taux d'intérêt continue de soutenir l'activité économique.

A court terme également, les signaux restent positifs. Même si de nombreux indicateurs, tant pour la Suisse que pour l'étranger, ont accusé un repli depuis le début de l'année, et que les perspectives d'évolution des affaires sont moins optimistes dans l'industrie (voir graphique 3.11), le ralentissement de la conjoncture ne devrait pas être aussi important que ce que le récent recul du PIB ne laisse penser. Dans l'ensemble, les indicateurs conjoncturels indiquent toujours une évolution solide. Ainsi, les exportations de biens ont connu un nouveau regain de vigueur en octobre après avoir fléchi pendant l'été, et les perspectives d'emploi restent favorables (voir graphique 3.12).

Les résultats des entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés entre début octobre et fin novembre auprès des entreprises brossent un tableau similaire. Ils laissent présager un léger ralentissement de la conjoncture bien que la situation reste satisfaisante. Les interlocuteurs demeurent confiants pour les six prochains mois et prévoient une nouvelle augmentation des effectifs (voir la partie *Signaux conjoncturels* à la page 28).

La BNS table sur une croissance du PIB d'environ 2,5% pour 2018 et d'approximativement 1,5% pour 2019. Le chômage devrait baisser, mais uniquement dans une faible mesure, et l'écart de production, rester comblé.

Comme pour l'économie mondiale, les risques pour la Suisse sont toujours orientés à la baisse. Si, contre toute attente, la conjoncture internationale devait fortement ralentir, la Suisse en ressentirait rapidement les effets.

Graphique 3.10

### PMI INDUSTRIE, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations



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

Graphique 3.11

### MARCHE DES AFFAIRES ATTENDUE DANS L'INDUSTRIE

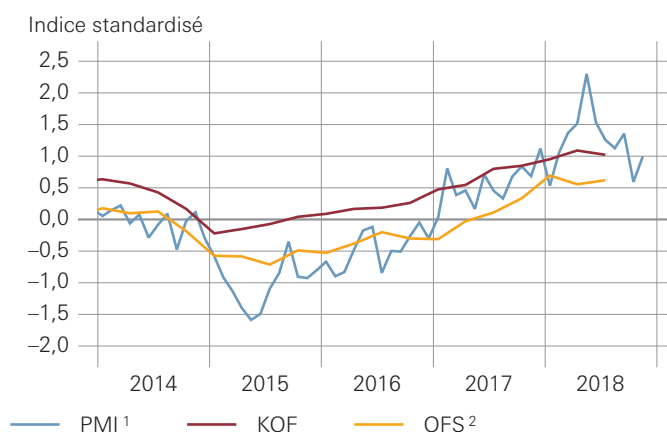
Evolution des anticipations pour les 6 prochains mois



Source: KOF.

Graphique 3.12

### INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI



1 Valeurs mensuelles.

2 Correction des variations saisonnières: BNS.

Sources: Credit Suisse, KOF et OFS.

Le taux d'inflation des prix à la consommation a un peu reculé depuis l'été, mais il reste supérieur à son niveau du début de l'année. Tant le renchérissement annuel que l'inflation sous-jacente se maintiennent dans la zone assimilée à la stabilité des prix, que la BNS définit comme une hausse annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%. Les anticipations d'inflation à moyen terme correspondent elles aussi à cette définition.

## PRIX À LA CONSOMMATION

### Léger recul du taux de renchérissement annuel

Le renchérissement annuel mesuré par l'IPC s'est établi à 0,9% en novembre 2018 après être monté provisoirement jusqu'à 1,2% cet été (voir tableau 1.1 et graphique 4.1). Près de la moitié du renchérissement annuel provient de l'évolution des prix pétroliers, alors qu'ils ne représentent que 3% dans l'indice.

### Inflation plus faible des biens et services importés

Le renchérissement annuel des biens et services importés a légèrement reculé ces derniers mois et s'inscrivait à 2,2% en novembre. La contribution des produits pétroliers au renchérissement est restée dans l'ensemble stable, alors que celle des autres biens et services importés a diminué.

### Inflation stable des biens et services suisses

Le renchérissement annuel des biens et services suisses est demeuré inchangé au second semestre et s'établissait ainsi encore à 0,5% en novembre 2018. En l'espace d'un an, les prix des biens suisses ont certes un peu plus fortement augmenté que ceux des services, mais la contribution des deux composantes au renchérissement est presque similaire, car les services pèsent plus dans l'indice (voir graphique 4.2).

Tableau 4.1

## INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2017	2017	2018			2018		
		T4	T1	T2	T3	Septembre	Octobre	Novembre
<b>IPC, indice total</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>
Biens et services suisses	0,3	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Biens	-0,2	-0,1	0,3	0,8	1,0	1,1	1,3	1,0
Services	0,5	0,5	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
Services privés (hors loyers des logements)	0,3	0,4	0,6	0,6	0,9	0,8	0,7	0,6
Loyers des logements	1,1	0,9	0,6	0,4	0,3	0,2	0,2	0,4
Services publics	-0,1	0,1	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
Biens et services importés	1,2	2,0	1,9	2,7	3,0	2,4	2,8	2,2
Hors produits pétroliers	0,2	1,3	1,5	1,2	1,1	0,6	0,8	0,3
Produits pétroliers	8,8	6,8	4,9	13,9	16,6	15,1	16,6	15,0

Sources: BNS et OFS.

### Renchérissement élevé des loyers

Le renchérissement des loyers est passé de 0,2% en août à 0,4% en novembre, en partie à cause d'effets de base (baisse des loyers entre août et novembre 2017). Le taux d'intérêt de référence, qui sert de point de repère pour les adaptations de loyers en fonction des variations des taux hypothécaires, s'élève à 1,5% depuis juin 2017 (voir graphique 4.3).

### Inflation sous-jacente inférieure au taux de renchérissement annuel

Les taux d'inflation sous-jacente sont encore inférieurs au taux de renchérissement annuel non corrigé mesuré par l'IPC (voir graphique 4.4). En novembre 2018, la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) s'inscrivait à 0,5%, tandis que le taux d'inflation sous-jacente 1 établi par l'OFS (OFS1) était de 0,2%. L'écart avec le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC tient principalement au fait que la forte hausse des prix des produits pétroliers par rapport à l'année précédente n'a guère ou pas du tout influé sur les taux d'inflation sous-jacente. Ceux-ci ont certes fléchi depuis l'été dernier, mais la baisse de la TM15 a été nettement moins forte que celle de l'OFS1.

L'OFS1 et la TM15 reposent sur un panier réduit: chaque mois, l'OFS1 laisse de côté l'énergie, les carburants ainsi que les produits frais et saisonniers, alors que la TM15 exclut du panier les produits dont les prix ont enregistré les plus fortes variations à la hausse et à la baisse (15% dans les deux cas) sur les douze derniers mois.

### PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION

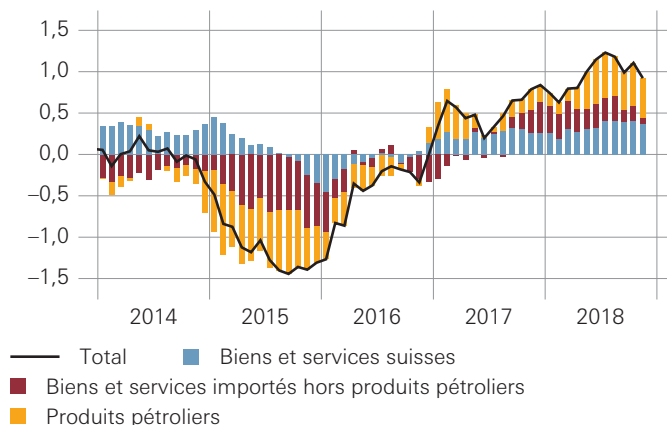
#### Baisse de l'inflation des prix de l'offre totale

L'inflation des prix de l'offre totale s'inscrivait à 1,4% en novembre 2018, les indices des prix à la production et des prix à l'importation ayant augmenté en l'espace d'un an de respectivement 0,7% et 2,9%. Les trois taux de renchérissement annuel ont fléchi ces derniers mois. Tant des effets de base que l'évolution modérée des prix au cours des derniers mois ont contribué à ce recul. Les prix à l'importation ont pratiquement stagné depuis mi-2018, tandis que les prix à la production ont même encore baissé légèrement sur la même période.

Graphique 4.1

### IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

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

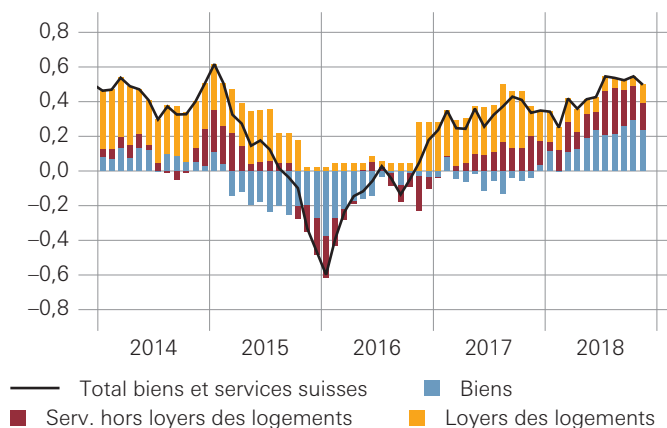


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

### IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

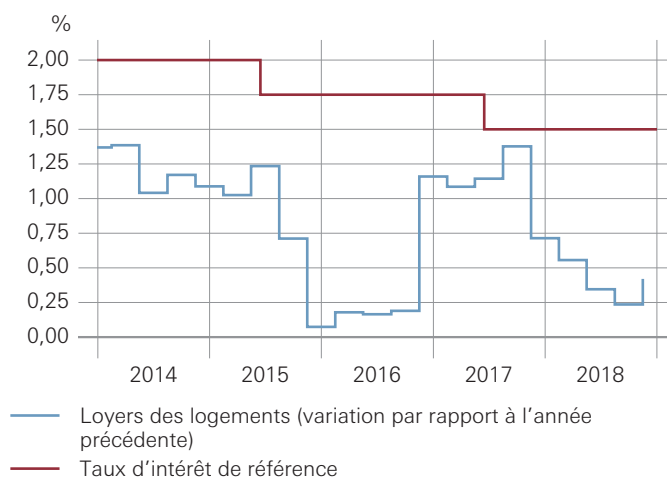
Variation en % de l'IPC hors importations par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

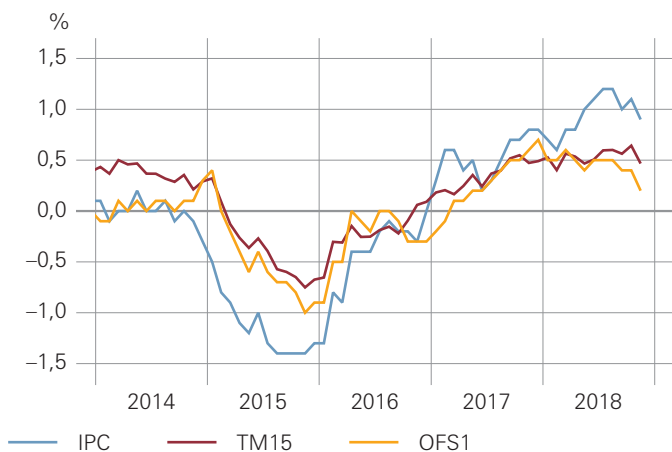
### LOYERS DES LOGEMENTS



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

**INFLATION SOUS-JACENTE**

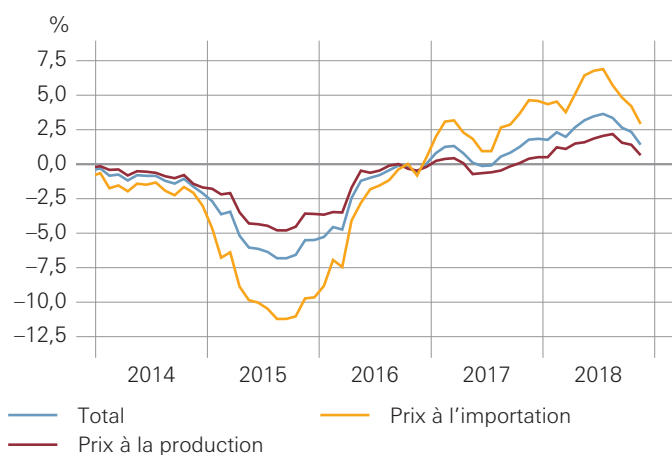
Variation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

**PRIX DE L'OFFRE TOTALE**

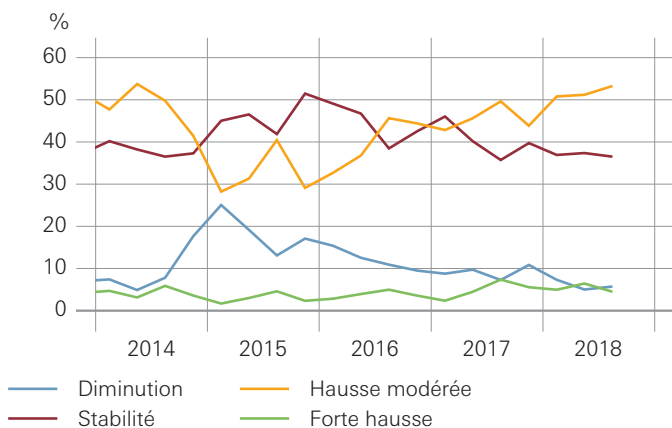
Variation par rapport à l'année précédente



Source: OFS.

**ANTICIPATIONS D'ÉVOLUTION DES PRIX**

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



Sources: BNS et SECO.

**ANTICIPATIONS D'INFLATION****Anticipations d'inflation conformes à la stabilité des prix**

Selon les enquêtes, les anticipations d'inflation n'ont guère évolué au dernier trimestre. Elles demeurent donc conformes à l'objectif de stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

**Résultats des enquêtes largement inchangés**

L'enquête trimestrielle menée par le SECO auprès des ménages concernant l'évolution des prix attendue pour les douze prochains mois a donné pratiquement les mêmes résultats en octobre 2018 qu'au trimestre précédent (voir graphique 4.6). Parmi les personnes interrogées, 58% pensent que les prix vont augmenter, tandis que 37% tablent sur des prix inchangés et très peu misent sur une baisse des prix.

Selon l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par CFA Society Switzerland et le Credit Suisse, 46% des analystes interrogés s'attendaient en novembre 2018 à des taux d'inflation inchangés dans les six prochains mois et la même proportion escomptait une progression. Les 8% restants anticipaient une diminution des taux d'inflation. Les parts sont quasiment les mêmes depuis le début de l'année.

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 fournissent des indications sur le niveau des anticipations d'inflation. Au dernier trimestre 2018, les personnes interrogées prévoyaient en moyenne un renchérissement annuel de 0,8% pour les six à douze prochains mois, contre 0,7% au trimestre précédent.

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

Les anticipations d'inflation à plus long terme demeurent légèrement supérieures à celles à court terme. Selon les directeurs financiers ayant participé à l'enquête effectuée par Deloitte au second semestre 2018, le taux d'inflation devrait se situer à 1,3% dans deux ans (même valeur qu'au semestre précédent). Les chefs d'entreprise interrogés au dernier trimestre par les délégués de la BNS tablent sur un taux d'inflation de 1,1% dans les trois à cinq ans (trimestre précédent: 1,0%).



# 5

## Evolution monétaire

---

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 20 septembre 2018, la BNS a décidé de maintenir inchangé le cap de sa politique monétaire. Celle-ci a ainsi continué de reposer sur le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue que les banques détiennent à la BNS et sur la disposition de cette dernière à intervenir au besoin sur le marché des changes.

Les taux d'intérêt sont restés inchangés sur le marché monétaire, mais ont légèrement fléchi, après une hausse passagère, sur le marché des capitaux. Ainsi, la courbe des taux des emprunts de la Confédération s'est aussi légèrement aplatie depuis l'examen de septembre. Les rendements des emprunts d'une durée inférieure à onze ans s'inscrivaient mi-décembre dans la zone négative.

La valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur a légèrement reculé durant les trois derniers mois. Cette évolution s'explique avant tout par le renforcement du dollar des Etats-Unis. Si l'on prend toutefois en compte la situation d'ensemble sur le marché des changes, le franc s'inscrit toujours à un niveau élevé. Le constat vaut également pour le cours de change réel pondéré par le commerce extérieur, qui est déterminant pour l'économie.

Comme au trimestre précédent, l'agrégat monétaire M3 et les crédits bancaires ont affiché une croissance modérée.

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

---

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

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 20 septembre 2018, la BNS a confirmé le cap de sa politique monétaire expansionniste. Elle a décidé de maintenir la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre  $-1,25\%$  et  $-0,25\%$ . De même, elle a laissé inchangé à  $-0,75\%$  le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent à la BNS et qui dépassent un certain montant exonéré. La Banque nationale a par ailleurs réaffirmé qu'elle continuerait à intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

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

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

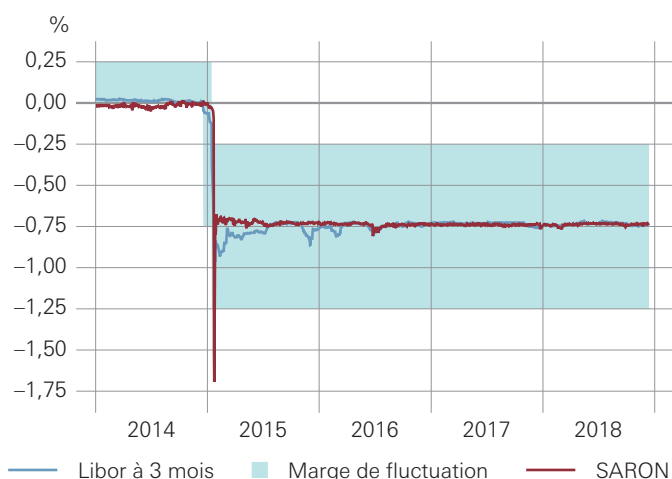
Depuis mi-septembre 2018, les avoirs à vue détenus à la BNS sont restés pratiquement inchangés. Dans la semaine du 3 au 7 décembre 2018 (la dernière semaine avant l'examen de mi-décembre), ils portaient sur 576,4 milliards de francs et se situaient donc très légèrement au-dessous du niveau enregistré la semaine qui a précédé l'examen de mi-septembre (577,1 milliards). Entre mi-septembre et mi-décembre 2018, ils s'établissaient en moyenne à 577,4 milliards de francs (471,9 milliards de francs pour les avoirs en comptes de virement des banques en Suisse et 105,5 milliards pour les autres avoirs à vue).

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

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales affichaient un niveau moyen de 16,6 milliards de francs pour la période allant du 20 août au 19 novembre 2018. Dans l'ensemble, les banques dépassaient d'environ 459,2 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 457 milliards). Leurs réserves excédentaires sont donc toujours très élevées.

Graphique 5.1

## TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME



Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

## RENDEMENT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX À 10 ANS

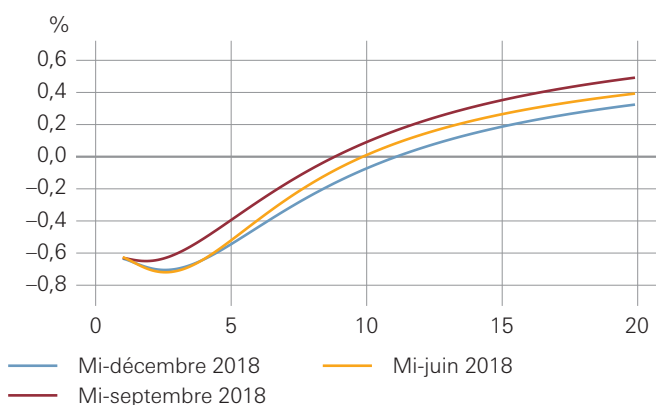


Source: BNS.

Graphique 5.3

## STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS DE LA CONFÉDÉRATION

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



Source: BNS.

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

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

Depuis l'examen de mi-septembre et à l'instar des trimestres précédents, les taux d'intérêt sur les opérations gagées (SARON) comme sur les opérations non gagées (Libor à trois mois) sont toujours demeurés proches de  $-0,75\%$ , soit le taux d'intérêt appliqué depuis janvier 2015 aux avoirs à vue détenus à la BNS (voir graphique 5.1).

### Tendance stationnaire des taux d'intérêt sur le marché des capitaux

Les taux d'intérêt à long terme ont peu changé en 2018, enregistrant de légères fluctuations (voir graphique 5.2). Ces trois derniers mois, le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération a d'abord légèrement augmenté, puis s'est inscrit quelques points de base au-dessous de zéro en décembre, comme à certains moments cet été.

### Courbe des rendements plus plate

Au moment de l'examen de décembre, les taux d'intérêt à long terme étaient un peu plus bas qu'en septembre, tandis que les taux à court terme étaient au même niveau. La courbe des rendements des emprunts de la Confédération s'est ainsi quelque peu aplatie (voir graphique 5.3). Les rendements des emprunts d'une durée inférieure à onze ans s'inscrivaient mi-décembre dans la zone négative.

### Bas niveau des taux d'intérêt réels

Les taux d'intérêt réels jouent un rôle plus important que les taux d'intérêt nominaux dans les décisions d'investissement des entreprises et des ménages. Compte tenu des anticipations d'inflation telles qu'elles ressortent des enquêtes, la courbe des taux des emprunts de la Confédération laisse supposer que les taux d'intérêt réels se maintiennent à un niveau historiquement bas.



## COURS DE CHANGE

### Hausse du franc face à l'euro et au dollar des Etats-Unis

Depuis l'examen de mi-septembre 2018, le dollar des Etats-Unis s'est apprécié face à la plupart des monnaies. Jusqu'à mi-décembre, il a ainsi gagné quelque 3% face au franc (voir graphique 5.4). En revanche, le cours de l'euro en franc n'a guère varié.

L'affaiblissement du franc face au dollar des Etats-Unis est intervenu fin septembre dans un contexte de recrudescence de la propension au risque sur les marchés financiers internationaux. Pendant cette même période, la monnaie helvétique a aussi légèrement fléchi vis-à-vis de l'euro, bien que les incertitudes politiques aient conduit dans certains Etats membres de l'UE à une hausse des primes de taux d'intérêt sur les obligations d'Etat.

En octobre, le franc est resté globalement stable face à l'euro, tandis que le dollar des Etats-Unis s'est encore renforcé. Suite à la croissance de l'insécurité sur les marchés financiers, le franc s'est ensuite à nouveau quelque peu raffermi à partir de mi-novembre.

### Légère baisse de la valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur

Sur une base nominale pondérée par le commerce extérieur, le franc a légèrement fléchi entre mi-septembre et mi-décembre (voir graphique 5.5). Ce recul reflète surtout l'affaiblissement du franc face au dollar des Etats-Unis.

### Valeur extérieure du franc toujours élevée en termes réels

La valeur extérieure du franc en termes réels pondérés par le commerce extérieur telle qu'elle est calculée par la BNS a aussi reculé légèrement, en raison de la dépréciation en valeur nominale (voir graphique 5.6). Cependant, elle était au-dessus des valeurs les plus basses de l'année, enregistrées au printemps, tout comme les indices correspondants calculés respectivement par la Banque des Règlements internationaux (BRI) et par le Fonds monétaire international (FMI). Par rapport à sa moyenne de long terme également, le franc demeure à un niveau élevé.

Graphique 5.4

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

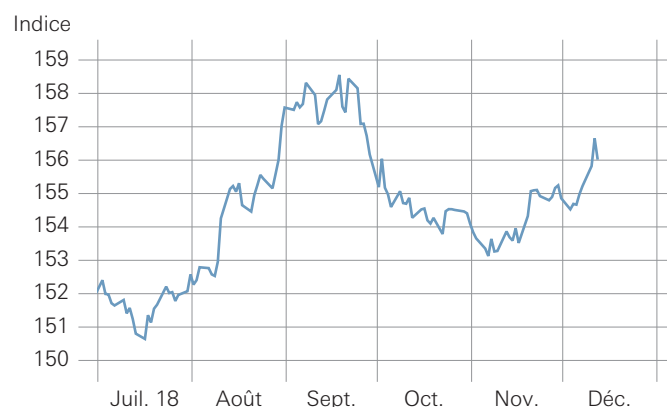


Source: BNS.

Graphique 5.5

### VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX

Décembre 2000 = 100

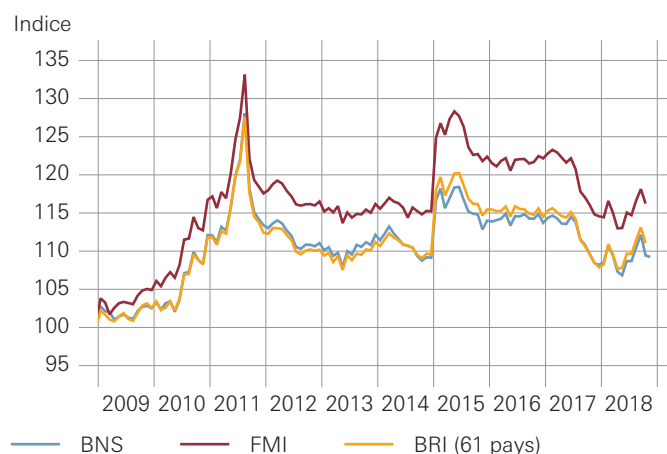


Source: BNS.

Graphique 5.6

### VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS

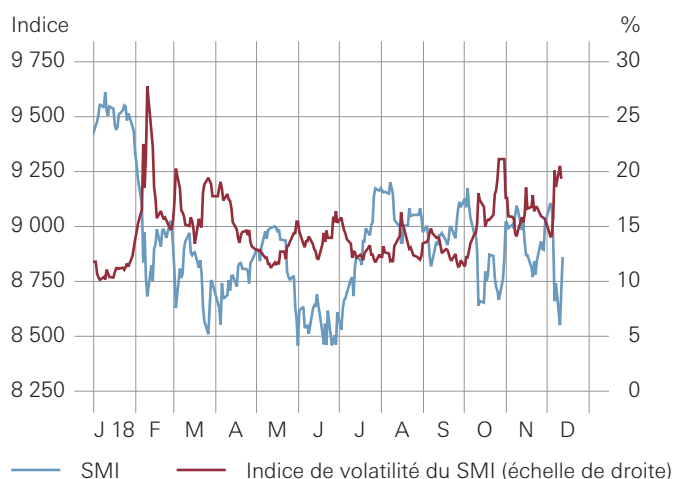
Décembre 2000 = 100



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

Graphique 5.7

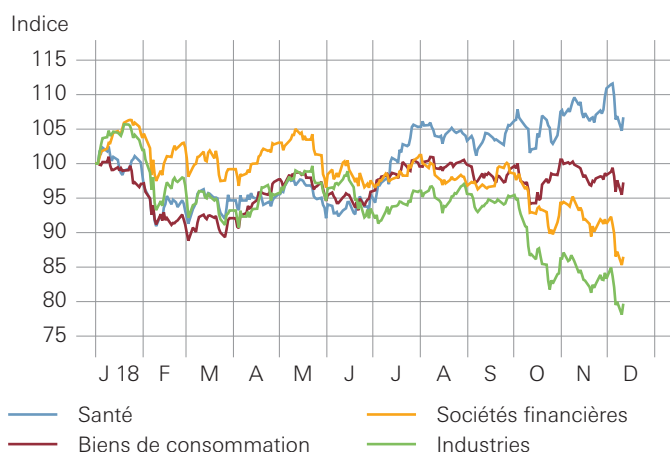
## COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ



Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

## SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

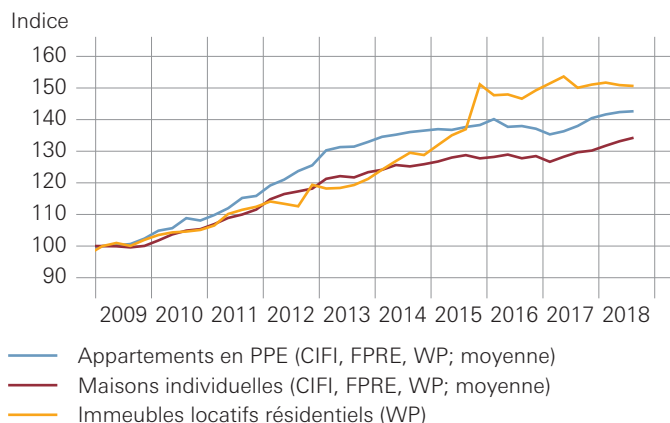
1<sup>er</sup> janvier 2018 = 100

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.9

## PRIX DES TRANSACTIONS POUR L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

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



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

## COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER

### Volatilité des actions suisses

Au cours des trois derniers mois, le niveau du Swiss Market Index (SMI) a peu changé, malgré des fluctuations parfois marquées (voir graphique 5.7). Bien que toujours nettement en deçà de son record annuel de janvier, il s'inscrivait constamment au-dessus des seuils annuels enregistrés en juin. Mi-décembre, le SMI était inférieur de 7% environ à son niveau du début de l'année.

### Incertitude croissante sur le marché

L'indice de volatilité, qui est calculé à partir des options sur des contrats à terme portant sur le SMI, permet de mesurer l'incertitude des investisseurs sur le marché des actions (voir graphique 5.7). En octobre, il a nettement augmenté, puis est resté dans l'ensemble supérieur aux valeurs enregistrées de mai à septembre.

### Evolution des indices sectoriels

Le graphique 5.8 présente l'évolution des principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI) élargi. Après avoir affiché des valeurs relativement proches durant les six premiers mois de l'année, les sous-indices ont évolué de manière parfois très contrastée au second semestre. Parmi les gagnants figurent les actions des entreprises du secteur de la santé, alors que les titres des groupes industriels ont nettement perdu de leur valeur, surtout à partir de début octobre.

### Niveau toujours élevé des prix de l'immobilier résidentiel

Les indices des prix des transactions disponibles pour les appartements en propriété par étage (PPE) et les maisons individuelles ont légèrement augmenté au troisième trimestre 2018, alors que les prix des immeubles locatifs résidentiels (objets résidentiels de rendement) sont restés pratiquement inchangés (voir graphique 5.9). La tendance des derniers trimestres s'est ainsi poursuivie. L'évolution actuellement modérée des prix des immeubles locatifs résidentiels s'explique en partie par le taux de vacance élevé. Les prix des trois segments continuent toutefois de s'inscrire à un niveau élevé.

## AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

### Monnaie centrale largement stable

La monnaie centrale, c'est-à-dire les billets en circulation et les avoirs que les banques résidentes détiennent en comptes de virement à la BNS, est restée largement stable depuis mi-2017. En novembre 2018, elle s'inscrivait à 552,4 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10).

Les avoirs en comptes de virement des banques résidentes ont présenté de légères fluctuations, comme les autres avoirs à vue détenus à la BNS. Cependant, le total des avoirs à vue à la BNS est demeuré pratiquement inchangé.

### Croissance plus lente des agrégats au sens large

La croissance des agrégats M1, M2 et M3 s'est stabilisée à partir de mi-2018, après avoir marqué un ralentissement durant le premier semestre. En novembre 2018, les agrégats M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions), M2 (M1 plus les dépôts d'épargne) et M3 (M2 plus les dépôts à terme) ont dépassé de respectivement 5%, 3% et 2,8% leur niveau de novembre 2017 (voir tableau 5.1). Les dépôts à vue et les comptes de transactions ont augmenté d'une année à l'autre, alors que les dépôts d'épargne et les dépôts à terme ont légèrement diminué durant la même période.

L'agrégat M3 reste constitué en majeure partie du total des dépôts à vue et des dépôts sur les comptes de transactions, lesquels sont suivis par les dépôts d'épargne, le numéraire en circulation et les dépôts à terme (voir graphique 5.11). La part modeste de ces derniers s'explique par la faible différence de taux d'intérêt avec les dépôts à vue.

### Croissance inchangée des crédits au 3<sup>e</sup> trimestre

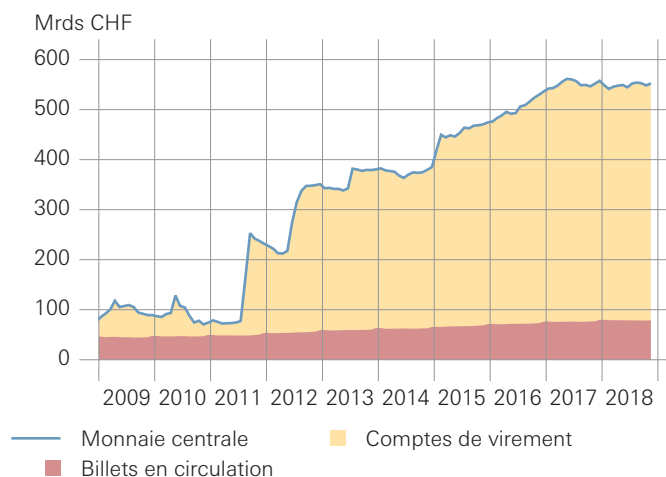
Au troisième trimestre 2018, les crédits bancaires ont progressé de 3,4% en comparaison annuelle, soit au même rythme que le trimestre précédent (voir tableau 5.1 et graphique 5.12).

Les créances hypothécaires des banques, qui constituent environ 85% de l'ensemble des crédits bancaires accordés à des clients résidents, ont crû de 3% entre le troisième trimestre 2017 et le troisième trimestre 2018 (contre 2,8% le trimestre précédent). Après avoir diminué de moitié entre 2012 et 2015, puis s'être stabilisé, leur rythme de croissance s'est donc de nouveau légèrement accéléré.

Au troisième trimestre 2018, les autres crédits (c'est-à-dire les prêts qui ne sont pas couverts par des gages hypothécaires) ont progressé de 6,2% en comparaison annuelle, contre 7% au deuxième trimestre. Leur croissance est ainsi toujours assez marquée. Cette évolution des autres crédits, qui est en général cyclique, reflète la dynamique économique toujours favorable.

Graphique 5.10

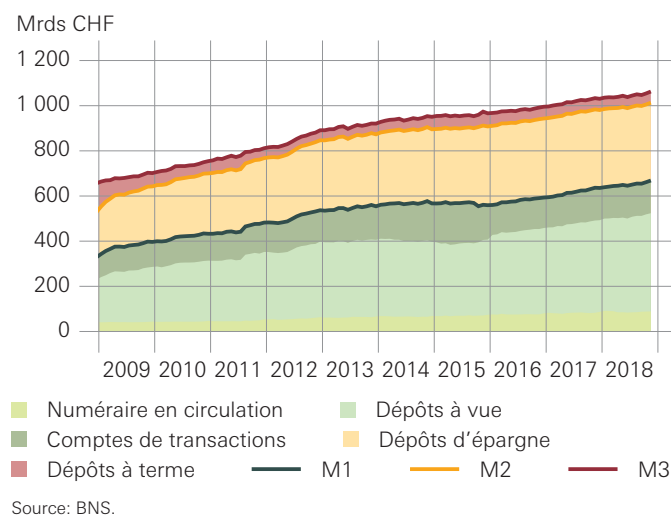
### MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

Graphique 5.11

### AGRÉGATS MONÉTAIRES

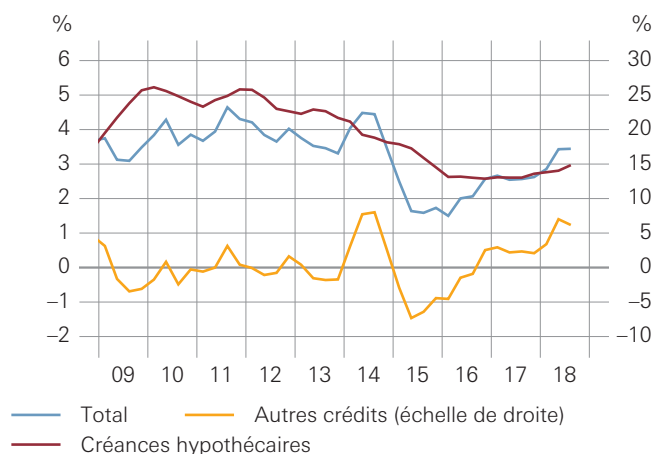


Source: BNS.

Graphique 5.12

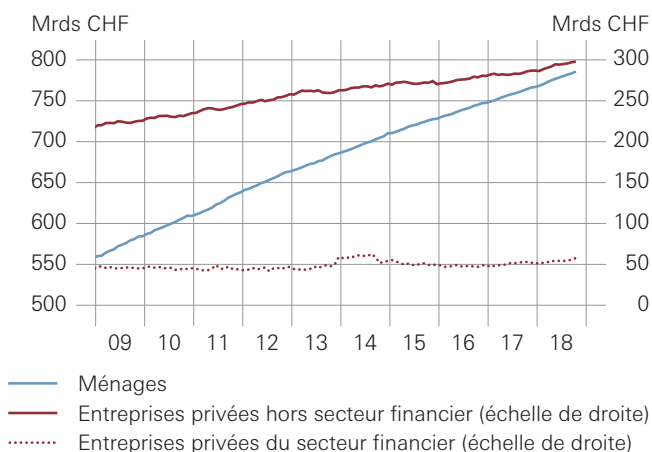
### CRÉDITS BANCAIRES

Variation par rapport à l'année précédente



Source: BNS.

## CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES



Source: BNS.

### Croissance des crédits par secteurs

Les ménages comme les entreprises non financières ont bénéficié de conditions de financement favorables depuis le début de la crise économique et financière, ce qui s'est traduit par une progression constante des crédits bancaires accordés à ces deux importants segments de clientèle (voir graphique 5.13).

Fin septembre 2018, les crédits aux ménages, constitués majoritairement de prêts hypothécaires, dépassaient de 21,3 milliards de francs, ou de 2,8%, le niveau observé un an auparavant. Sur la même période, les crédits aux entreprises non financières ont augmenté de 13,2 milliards de francs ou de 4,6% et les crédits aux entreprises financières, qui portent sur un volume nettement moins élevé et sont plus volatils, ont progressé de 2,4 milliards de francs ou de 4,6%.

Tableau 5.1

**AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES**

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2017	2017	2018			2018		
		T4	T1	T2	T3	Septembre	Octobre	Novembre
<b>M1</b>	<b>6,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>
<b>M2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>
<b>M3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>
<b>Crédits bancaires, total</b> <sup>1,3</sup>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	
Créances hypothécaires <sup>1,3</sup>	2,6	2,7	2,8	2,8	3,0	2,9	3,0	
Ménages <sup>2,3</sup>	2,6	2,6	2,5	2,6	2,7	2,7	2,7	
Entreprises du secteur privé <sup>2,3</sup>	3,4	3,7	3,4	3,4	3,8	3,6	4,0	
Autres crédits <sup>1,3</sup>	2,4	2,1	3,4	7,0	6,2	6,6	5,7	
gagés <sup>1,3</sup>	4,9	2,1	3,1	8,0	3,9	2,2	2,0	
non gagés <sup>1,3</sup>	0,6	2,1	3,6	6,3	7,9	9,9	8,4	

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

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

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

Source: BNS.

---

# Signaux conjoncturels

Résultats des entretiens menés par la BNS  
avec les entreprises

## 4<sup>e</sup> trimestre 2018

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

Les appréciations présentées ci-après reposent sur les  
informations recueillies auprès de décideurs économiques  
de toute la Suisse. Au total, 241 entretiens ont eu lieu  
avec des représentants d'entreprises entre début octobre  
et fin novembre.

### Régions

Fribourg, Vaud et Valais  
Genève, Jura et Neuchâtel  
Mittelland  
Suisse centrale

Suisse du Nord-Ouest  
Suisse italienne  
Suisse orientale  
Zurich

### Délégués

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

## L'essentiel en bref

---

- Au quatrième trimestre, l'économie suisse enregistre toujours une croissance robuste, qui repose sur une large assise tant sous l'angle des branches que sous celui des régions. La tendance au ralentissement, qui s'était déjà amorcée au troisième trimestre, s'est néanmoins poursuivie. De nombreuses entreprises s'apprêtent toutefois à enregistrer des chiffres d'affaires records pour 2018.
- L'utilisation des capacités techniques de production et de l'infrastructure est dans les normes. Certaines branches de l'industrie sont toujours confrontées à des goulets d'étranglement. Les difficultés de recrutement du personnel qualifié se sont accentuées.
- Tandis que les marges bénéficiaires dans l'industrie ont atteint depuis le début de l'année un niveau considéré comme habituel, elles sont encore légèrement en-deçà de ce niveau dans certaines branches des services. Dans la construction, les marges restent sous pression.
- Les entreprises restent confiantes pour les deux premiers trimestres 2019. Cet optimisme résulte essentiellement de la conjoncture internationale et du positionnement de l'établissement des interlocuteurs. Ceux-ci voient toutefois aussi de nombreux risques poindre à l'horizon.
- Les entreprises prévoient d'augmenter sensiblement leurs effectifs et d'accroître leurs investissements, bien que dans une mesure moindre qu'au trimestre précédent.

## SITUATION ACTUELLE

### Ralentissement de la croissance

Au quatrième trimestre, la croissance a été robuste. Les chiffres d'affaires en termes réels (c'est-à-dire corrigés de la variation des prix de vente) des entreprises ont encore augmenté par rapport au trimestre précédent, mais de façon nettement moins marquée qu'à la même période des années précédentes (voir graphique 1; pour l'interprétation des graphiques, voir les informations figurant à la fin du rapport). Par rapport au troisième trimestre 2017, les indices n'affichent pas non plus des taux de croissance aussi élevés. Un nombre non négligeable d'entreprises sont néanmoins en bonne voie d'atteindre de nouveaux records de chiffres d'affaires cette année.

Les chiffres d'affaires affichent une évolution positive, tant sur le marché intérieur qu'à l'exportation. La répartition géographique de la demande est toujours très diversifiée. La marche des affaires avec les Etats-Unis est dynamique. Les ventes à destination de la Chine, du Japon et de l'Europe (en particulier l'Allemagne, la France, le Benelux et le Royaume-Uni) donnent aussi des signes majoritairement positifs. Les signaux venant de la Turquie sont mitigés; ceux venant de la Russie sont plutôt défavorables. Les activités des fournisseurs de biens d'équipement, de biens destinés au secteur des technologies médicales ainsi que de produits chimiques et pharmaceutiques sont toujours prospères. En revanche, le net ralentissement de la dynamique dans l'industrie automobile est perceptible.

### Utilisation des capacités de production conforme à la normale

Le taux d'utilisation des capacités techniques de production des entreprises est un peu moins élevé qu'au trimestre précédent, mais reste dans les normes (voir graphique 2). Il est normal pour 42% des entreprises, tandis que 27% constatent une surutilisation légère, voire

nette. Certaines entreprises actives dans l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux enregistrent un taux d'utilisation toujours très élevé.

Dans l'industrie, les difficultés d'approvisionnement et les délais de livraison parfois beaucoup plus longs qu'auparavant ont été jugés problématiques à plusieurs reprises. Cela concerne souvent les matières premières ainsi que les composants techniques et électroniques importés de Chine. Dans ce contexte, il importe surtout aux interlocuteurs de s'assurer de répondre à la demande de leur propre clientèle. Un certain nombre d'entreprises tentent de remédier à ces difficultés en accroissant les stocks, en augmentant le nombre d'équipes dans le cadre du travail posté et en recourant au personnel temporaire.

### Effectifs limités, recrutement difficile

Dans chacun des trois domaines d'activité, les interlocuteurs considèrent leurs effectifs comme un peu trop limités. Au total, 32% des entreprises les décrivent comme légèrement, voire nettement trop faibles, tandis que seules 11% déclarent avoir des effectifs trop élevés.

Les interlocuteurs considèrent que le marché du travail est asséché. Dans l'industrie, les difficultés d'embauche se sont encore intensifiées. Dans les services, le problème s'est également aggravé. Dans les deux secteurs, la moitié des entreprises jugent le recrutement plus ardu que d'habitude, notamment en ce qui concerne le personnel provenant d'Allemagne. En outre, le taux de rotation du personnel a augmenté dans certaines entreprises. Les experts, les ingénieurs et les spécialistes en technologies de l'information, qui se font rares dans diverses branches, sont toujours très recherchés. L'éventail des métiers qui nécessitent des compétences dans les technologies de l'information ne cesse de s'élargir. Par ailleurs, les entreprises peinent toujours à trouver suffisamment d'apprentis. Pour nombre d'entre elles, la pénurie de personnel qualifié est le principal sujet de préoccupation.

Graphique 1

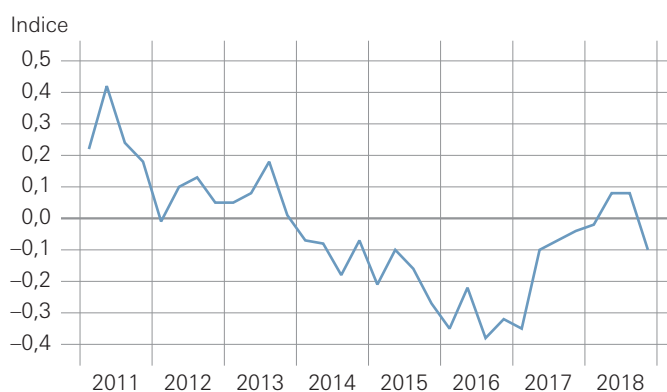
### CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE



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

Graphique 2

### UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION



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



## Marges inchangées

Dans l'ensemble, les marges bénéficiaires sont quelque peu inférieures au niveau considéré comme normal par les interlocuteurs. La situation est toutefois très hétérogène d'un domaine d'activité à l'autre – services, industrie et construction –, mais également au sein de chacun d'eux. Des pressions sur les marges sont surtout signalées dans certaines branches des services et dans le secteur de la construction.

## ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES

---

Dans le commerce, les chiffres d'affaires en termes réels sont dans l'ensemble nettement supérieurs à ceux enregistrés le trimestre précédent. Cependant, pour ce qui concerne le commerce de détail, notamment, les infrastructures restent sous-utilisées.

Dans le commerce automobile, les pressions sur les marges sont plus vives qu'au trimestre précédent, car les chiffres d'affaires ont pâti des difficultés de livraison de l'industrie automobile allemande. Celles-ci s'expliquent par l'introduction d'un nouveau procédé de test des gaz d'échappement et de la consommation de carburant des voitures de tourisme, dont la mise en application s'est avérée plus complexe que prévu pour les constructeurs. La situation s'améliore peu à peu. En outre, les concessionnaires automobiles perçoivent l'hésitation des clients, qui ne savent pas sur quelle technologie de propulsion miser pour l'avenir.

Dans les transports, le niveau exceptionnellement bas du Rhin a entraîné une baisse massive du volume de marchandises transportées sur le fleuve et des hausses de prix considérables.

Dans les banques et les assurances, la marche des affaires est toujours satisfaisante. Les banques affichent toutefois des marges légèrement inférieures aux valeurs jugées normales. La baisse continue des marges réalisées au niveau des opérations d'intérêts ainsi que les frais de mise en œuvre de la réglementation expliquent en partie cette situation. Les infrastructures sont toujours sous-utilisées, principalement en raison de la baisse de fréquentation persistante de la clientèle dans les réseaux d'agences jugés trop denses.

Après que de nombreuses entreprises touristiques ont pu largement profiter des excellentes conditions météorologiques et de la conjoncture économique favorable durant les mois d'été, les chiffres d'affaires réels ont légèrement reculé en octobre et en novembre. Les hôtels offrant une infrastructure pour l'organisation de séminaires observent une hausse de la demande émanant des entreprises (formations, manifestations). Les représentants de l'hôtellerie se montrent très confiants quant à la marche des affaires l'hiver prochain. Ils sont nombreux à enregistrer des niveaux de réservation supérieurs à ceux de l'année précédente.

Les entreprises du secteur des technologies de l'information et de la communication font preuve d'une activité florissante et affichent des chiffres d'affaires en forte hausse. Le marché des télécommunications est toutefois caractérisé par une concurrence féroce et une mutation structurelle.

Pour les bureaux d'ingénieurs et d'architectes, la situation est toujours favorable. Les réviseurs, les fiduciaires et les conseillers jugent la marche de leurs affaires également positive, mais leurs marges sont inférieures aux valeurs habituelles.

Dans l'industrie, la majorité des branches enregistrent des chiffres d'affaires plus élevés qu'au trimestre précédent. Les fournisseurs de l'industrie automobile observent une baisse des commandes, laquelle est cependant jugée temporaire. En revanche, dans l'industrie chimique et pharmaceutique, dans le secteur des technologies médicales, dans l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux ainsi que dans l'horlogerie, les entreprises font état d'une marche des affaires particulièrement vigoureuse.

Dans la construction, la marche des affaires est peu dynamique dans l'ensemble, avec des chiffres d'affaires similaires à ceux enregistrés le trimestre précédent. Dans le bâtiment et le second œuvre, l'activité a fortement ralenti. Les marges sont sous pression. Les capacités de production restent toutefois légèrement surutilisées, comme c'est le cas depuis longtemps. Les carnets de commande sont toujours bien remplis. Certains interlocuteurs sont préoccupés par la hausse constante du nombre de logements vacants et par les prix élevés de l'immobilier.

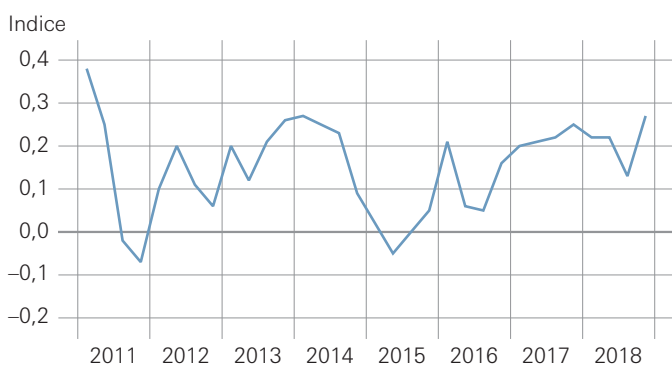
Graphique 3

**CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE**

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

Source: BNS.

Graphique 4

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

Evolution attendue de l'utilisation des capacités techniques de production et de l'infrastructure pour les deux prochains trimestres. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 5

**ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS**

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

Source: BNS.

**PERSPECTIVES****Perspectives favorables pour 2019**

Les interlocuteurs restent confiants quant aux perspectives commerciales pour les deux prochains trimestres. Dans les trois domaines d'activité, ils tablent dans l'ensemble sur une augmentation des chiffres d'affaires en termes réels (voir graphique 3). Cet optimisme repose sur la conjoncture nationale et internationale favorable, sur la situation des commandes, bonne voire supérieure à la moyenne, et sur des capacités de production plus larges et plus efficaces. En outre, de nouvelles augmentations de prix ponctuelles sont prévues dans certaines branches. Comme au trimestre précédent, un grand nombre d'interlocuteurs voient leur entreprise positionnée de manière idéale en termes de taille, de produits, d'innovation, de flexibilité, de débouchés et de tendances sociales.

Les entreprises s'attendent à une légère augmentation de l'utilisation des capacités techniques de production et de l'infrastructure au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 4).

Nombre d'entre elles prévoient toujours d'accroître les dépenses engagées dans les biens d'équipement et les constructions au cours des douze prochains mois, surtout dans l'industrie. La faiblesse persistante des taux d'intérêt favorise les investissements. Près d'un tiers des entreprises qui investissent dans les biens d'équipement élargissent dans le même temps leurs capacités de production de façon ciblée. En revanche, le commerce de gros et l'hôtellerie-restauration n'envisagent pas d'accroître leurs dépenses d'investissement au cours des douze prochains mois.

**Hausse des prix toujours en perspective**

Les anticipations relatives à l'évolution des prix d'achat et de vente n'ont guère changé depuis le trimestre précédent. Les interlocuteurs tablent toujours sur une légère hausse des prix d'achat et de vente au cours des six prochains mois. Dans l'industrie, l'anticipation d'une hausse des prix est relativement marquée. L'augmentation des prix d'achat s'explique par le renchérissement des matières premières et par une utilisation des capacités satisfaisante du côté des fournisseurs. Quelques entreprises envisagent d'augmenter leurs prix de vente début 2019 alors que certaines d'entre elles ont déjà procédé à des hausses de prix en 2018. Dans le commerce, les interlocuteurs anticipent des prix de vente et d'achat plutôt stables. Les entreprises de la branche des technologies de l'information et de la communication prévoient des prix en baisse du fait de la concurrence intense et du changement technologique.

**Nouvel accroissement des effectifs**

Le renforcement attendu de la marche des affaires et le manque d'effectifs souvent signalé ont un impact positif sur les plans d'embauche. Les interlocuteurs des services et de l'industrie envisagent d'accroître encore les effectifs au cours des deux prochains trimestres. Cette appréciation est néanmoins un peu moins marquée qu'elle ne l'était au cours des premiers trimestres de l'année (voir

graphique 5). Pour recruter du personnel et le conserver, de nombreuses entreprises accordent une grande importance à la formation interne et à l'apprentissage. Dans l'industrie pharmaceutique, les télécommunications et le commerce, certaines entreprises réduisent plutôt les effectifs.

### Hausse des prétentions salariales

Les entreprises constatent que les prétentions salariales des candidats ont tendance à être plus élevées. En outre, les demandes d'augmentation de salaire formulées par le personnel en poste sont plus fréquentes. Les hausses de salaire déjà connues qui sont prévues pour 2019 s'élèvent en moyenne à un peu plus de 1%.

## ENVIRONNEMENT ET RISQUES

Malgré cet optimisme, les interlocuteurs voient un certain nombre de risques poindre à l'horizon. Selon eux, le climat peut ainsi rapidement basculer. Les risques géopolitiques font partie des préoccupations majeures. Le conflit commercial opposant les Etats-Unis à la Chine et à l'Europe ainsi que ses éventuelles répercussions directes ou indirectes sur les entreprises sont notamment mentionnés. Un possible effondrement de l'économie mondiale, le Brexit et la persistance de problèmes structurels en Europe sont également évoqués.

En Suisse, la forte pénurie de main-d'œuvre qualifiée et les difficultés d'approvisionnement en matières premières et en produits préfabriqués font partie des difficultés le plus souvent nommées. Une nouvelle appréciation du franc figure aussi parmi les risques signalés. L'évolution des marchés immobiliers suscite de l'appréhension, notamment dans le canton d'Argovie et dans celui du Tessin. Les interlocuteurs citent notamment le nombre croissant de logements vacants, les très faibles rendements sur les investissements immobiliers et les risques pris par les investisseurs. Le poids de la réglementation est un thème récurrent dans divers domaines.

La numérisation, qui n'est pas seulement une chance, mais également un risque – notamment en raison des

### A propos des Signaux conjoncturels

#### Approche

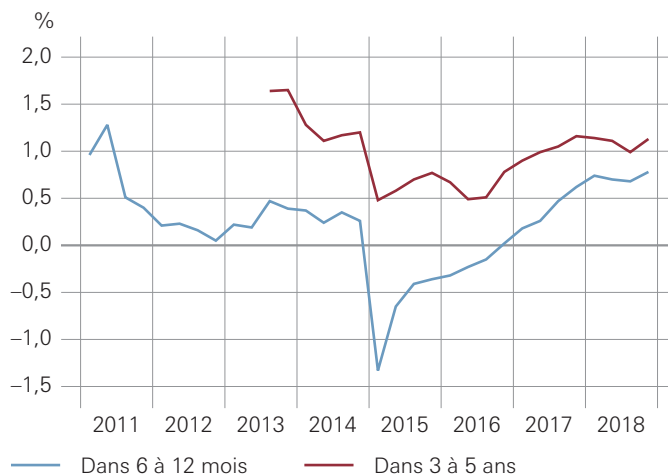
Les délégués de la BNS mènent des entretiens trimestriels avec des décideurs économiques de toute la Suisse. Les *Signaux conjoncturels* constituent un condensé des principaux résultats de ces entretiens.

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

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

Graphique 6

## INFLATION ATTENDUE



Source: BNS.

investissements considérables qu'elle nécessite – fait toujours l'objet d'intenses discussions et d'analyses approfondies.

## ANTICIPATIONS D'INFLATION

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

Les anticipations d'inflation sont en légère hausse tant à court qu'à moyen terme. Pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève à 0,8% en moyenne, contre 0,7% au trimestre précédent (ligne bleue du graphique 6). Celle attendue à moyen terme – soit pour les trois à cinq prochaines années – s'inscrit à 1,1% en moyenne, contre 1% au trimestre précédent (ligne rouge du graphique). Les anticipations d'inflation sont donc toujours bien ancrées.

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

#### Interprétation des graphiques

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

#### Informations complémentaires

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

---

## Remerciements

La Banque nationale remercie les quelque 900 entreprises pour la disponibilité dont elles ont fait preuve à l'occasion des entretiens menés avec les délégués aux relations avec l'économie régionale tout au long de l'année 2018. 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

ab ingénieurs SA. Abacus Research AG. ABB Schweiz AG. ABC Maritime AG. ABCD Cine Dance SA, Carte Blanche SA. Accuray International Sàrl. acrevis Bank AG. Acutronic Schweiz AG. AD Hotels SA. Adcubum AG. ADV Constructions SA. AEK onyx Gruppe. Aepli Metallbau AG. Aequator AG. Aéroport International de Genève. AF Toscano AG. Affentranger Bau AG. Agathon AG. Agie Charmilles SA. Agustoni Cesare Trucks SA. Albiro AG. Alcar Ruote SA. Aldi Suisse AG. Alesa AG. Algra tec AG. ALLFI AG. Allianz Suisse. Alloboissons. Allpack Group AG. Alltitude SA. Alma-tec AG. Alpha Rheintal Bank AG. Alpnach Norm AG. ALSO Schweiz AG. Alu Menziken Extrusion AG. amag. Amaudruz SA. Ameron Hotel Flora. Ampegon AG. Amplifon AG. Angela Bruderer AG. Angst+Pfister Group. Ansoxix Systems AG. APR Applied Pharma Research SA. Aptar Mezzovico SA. Aquila AG. Arthur Bründler AG. Arthur Weber AG. ARU SA. Arvi SA. Ascenseurs Menétrey SA. Asetronics AG. Assa Abloy (Schweiz) AG. Assos of Switzerland GmbH. ATB SA. Ateliers Busch SA. AudioRent Clair AG. Auto Windlin. Autobritt Automobiles SA. Autogrill Schweiz AG. Auto-Trachsler AG. auviso - audio visual solutions ag. Avaloq Group. AVJ SA. Axa Schweiz.

### B

B + T Bild + Ton AG. B. Braun Medical AG. Baker & McKenzie. Balestrafic. Balmer-Etienne AG. Banca Cler SA. Banca dello Stato del Cantone Ticino. Banca Zarattini & Co SA. Bank EKI Genossenschaft. Bank Julius Bär & Co AG. Bank Linth LLB AG. Bank Vontobel AG. Banque Cantonale de Genève. Banque Cantonale du Jura. Banque de Commerce et de Placements SA. Banque Heritage SA. Banque Syz SA. Basellandschaftliche Kantonalbank. BASF Schweiz AG. Bataillard AG. Bauhaus Fachcentren AG. Baumann & Cie, Banquiers. Baumann Koelliker Installation. Baumer Electric AG. BBC Bircher Smart Access. BDO AG. Belimo Holding AG. Benninger Guss AG. Berest AG. Bergbahnen Sörenberg AG. Bergeon SA. Berhalter AG. Bernensis Hotel AG. Berner Kantonalbank AG. Bertholet + Mathis SA. Beutler Nova AG. Bewetec AG. Biella-Neher Holding AG. Bienna Flooring AG. Big Kaiser Präzisionswerkzeuge AG. Bigla Office AG. Bindella Handwerksbetriebe AG. Bindella terra vite vita SA. Binelli Group. bio-familia AG. Bioforce AG. Biosafe SA. Birsterterminal AG. Bistrot & Pizza Argentino. Biwi SA. BlackRock Asset Management

Schweiz AG. Blanchisserie du Léman SA. Blu Restaurant & Lounge. Blu Service Star SA. Board International SA. Bolliger & Tanzi SA. bonacasa AG. Bonvin Nettoyages SA. Bordier & Cie. Bottomline Technologies Sàrl. Bouygues E&S InTec Svizzera SA. BR Bauhandel AG. Bracco Suisse SA. Brauerei Locher AG. Brico SA. Bringhen Group. Brüderli Gastronomie. Bruker BioSpin AG. Brunni-Bahnen Engelberg AG. Brunschwig Group. BSI Business Systems Integration AG. Bucher et Walt SA. Bucher Industries AG. Bucherer AG. Burckhardt Compression AG. Burkhalter Holding AG. Buschini SA.

### C

CABB AG. Cabiancari SA. Café de Grancy Sàrl, Soulfood SA, Tricycle SA. Café Gschwend AG. Café Restaurant de Dorigny. Caffè Chicco d'oro SA. Calida AG. Camillo Vismara SA. Canonica Management SA. Capomondo SA. Cargill International SA. Carpenteria Alpina SA. Carthesio SA. Cäsar Bay AG. Casinotheater Winterthur. CCV Suisse. Cedes AG. Cellere Bau AG. Cencini SA. Centris AG. Ceramaret SA. Cerbios-Pharma SA. CeRFI SA. Cerutti Toitures SA. CGC Energie SA. Chocolat Alprose SA. Chocolat Bernrain AG. Chocolat Frey AG. Christen AG. Christian Jakob AG. Chromos AG. Chrono AG. CI Tech Sensors AG. CIMO Compagnie industrielle de Monthey SA. Ciolina AG. Cippà Trasporti SA. CKW AG. Clarins SA. Cleanfix Reinigungssysteme AG. Clear Channel Schweiz AG. Clientis EB Entlebucher Bank. Clientis Zürcher Regionalbank. Clinica Luganese Moncucco SA. Clinique de la Source. Clinique La Prairie SA. CLS Communication AG. Cofco International Trading SA. Comfone AG. Comlab AG. Compagnie Financière Tradition SA. Compagnie Hôtelière des Alpes Vaudoises SA. Continental Suisse SA. Coop. Corbeau AG. Corti Gruppe. Corvaglia Holding AG. Cotecna Inspection SA. Covestro International SA. CP Pump Systems. CPH Chemie + Papier Holding AG. CRB SA. Crealogix AG. Création Baumann AG. Credit Suisse AG. Crossinvest SA. Crypto Schweiz AG. CSL Behring AG. cstafing agency. CTA AG. Culturefood. CWA Constructions SA. CWS-boco Suisse SA. Cybelec. CYCL AG.

### D

Dallmayr Automaten-Service (Ticino) SA. das team ag. Dätwyler Cabling Solutions AG. Davos Klosters Bergbahnen AG. Deloitte AG. Delta Electronics (Switzerland) AG. Delta Gruppe. Deltacarb SA.



Devillard SA. Die Mobiliar. Die Schweizerische Post AG. Dine & Drink GmbH. Disch AG. Dixa AG. Dixi Polytool SA. Dolder Hotel AG. Dosim SA. Dottikon Exclusive Synthesis AG. Dr. Röthlisberger AG. Dreier AG Transporte Logistik. Druckerei Odermatt AG. DS Smith Packaging Switzerland AG. Dubois & Dépraz SA. Dufry AG. DuPont. Düring AG Ebikon. Duscholux AG. Dyconex AG.

## **E**

E. Gutzwiller & Cie, Banquiers. E. Weber AG. e.Luterbach AG. EA Swiss Sàrl. EAO Group. EBP Schweiz AG. ebs Energie AG. ECA Vaud. Edifea SA. Edmond de Rothschild (Suisse) SA. Edwards Lifesciences SA / AG. Eglin Holding AG. EGS Sécurité SA. Elcotherm AG. Elektrisola Feindraht AG. Elektrizitätswerk Obwalden. Elektro-Material AG. Elis (Suisse) SA. Elite SA. Elma Electronic AG. Emanuele Centonze Holding SA. Embru-Werke AG. Emch + Berger WSB AG. Emch+Berger AG Bern. Emer GmbH Transporte. Emil Egger AG. Emil Frey Holding AG. Emme SA. emmental versicherung. Energie Thun AG. Enics Schweiz AG. Enkom AG. Enzler Holding AG. EOS Holding SA. Erbicola SA. Ergon Informatik AG. Ericsson AG. Ernest Gabella SA. Ernst & Young AG. Ernst Schweizer AG. Etablissement cantonal d'assurance des bâtiments ECAB. Etablissements Techniques Fragnière SA - ETF. Etampa AG. Eurofima AG. Europ Assistance Suisse. European Academy of Dermatology and Venereology. Evéquoze SA.

## **F**

F. Borner AG. F. Hunziker + Co AG. Fabbri SA. Fanzun AG. FAS Medic SA. Fastlog AG. Faulhaber Minimotor SA. Federtechnik Gruppe. Fehr Braunwalder AG. fenaco Genossenschaft. Ferriere Cattaneo SA. fiduciariaMega SA. Filippi SA. First Industries SA. FISBA AG. FKG Dentaire SA. Flachglas (Schweiz) AG. Fleur de Pains SA. Folex AG. Forster Rohner Gruppe. Fossil Group Europe GmbH. Fostag Formenbau AG. Fr. Sauter AG. Franck Muller Watchland SA. François Brasier SA. Franke Group. Free Shop Frontiera SA. Frewitt fabrique de machines SA. Frigerio SA. Frigosuisse AG. Furrer + Frey AG. Furrer-Jacot AG. FZSoNick SA.

## **G**

G. et F. Châtelain SA. G. Leclerc Transport AG. Gabs AG. Galledia AG. Gammacatering AG. Garage Galliker Gruppe. Gärtnerei Schwitter AG. Gasser Ceramic AG. Gastrag. Gaznat SA. Gehri Rivestimenti SA.

Geissbühler & Co AG. Gema Switzerland GmbH. Genedata AG. General Electric (Switzerland) GmbH. Genossenschaft Olma Messen St. Gallen. Georg Fischer AG. Gestione Stalvedro SA. Gfeller Elektro AG. GfK Switzerland AG. Ghielmetti AG. GIA Informatik AG. Gialdi Vini SA. Giezendanner Transport AG. Giosy Tours SA. GIS AG. Glas Trösch AG. Global blue. Global Personal Partner AG. Global-Securite.ch. Globaz SA. Glutz AG. Golfhotel Les Hauts de Gstaad SA. Grand Casino Luzern AG. Grand Hotel Villa Castagnola. Grandi Magazzini Manor Sud SA. Grisoni-Zaugg SA. Grob AG Zahnradfabrik. Groupe Best Mountain Resort. Groupe Boas. Groupe CGN SA. Groupe E plus SA. Groupe Eldora. Groupe Elsa Mifroma. Groupe Lèmo. Groupe Leuba SA. Groupe Micarna. Groupe Nordmann Fribourg. Groupe Point Prod Actua. Groupe Romande Energie. Groupe Vonarx. Grünenfelder SA. Gruppo Multi SA. Gruppo Sicurezza SA. GS Swiss PCB AG. GTK Timek Group SA. GTL SA. Gübelin AG. Güdel AG. Guillod-Günther SA. Gut AG Gebäudetechnik. GVS Agrar AG. GWF MessSysteme AG.

## **H**

Habegger AG. Habib Bank AG Zurich. Hach Lange Sàrl. Hakama AG. Hälg Holding AG. Hans Kohler AG. Hänsele AG. Härterei Gerster AG. Haslimann Aufzüge AG. Heizmann AG. Helbling Holding AG. Helsana. Helsinn Holding SA. Helvetia Environnement. Herbamed AG. Herzog Haustechnik AG Luzern. Hess & Co AG. Hewlett Packard Enterprise. HG Commerciale. Hiag. Hirslanden Lausanne. Hoffmann Neopac AG. Homburger AG. Horst AG. Hospitality Visions Lake Lucerne AG. Hotel Bellevue Engelberg AG. Hôtel Bristol Genève. Hotel Central Plaza AG. Hotel de La Paix, Lugano. Hotel Eden Spiez AG. Hotel Federale. Hotel Laudinella. Hotel Le Richemond. Hotel Säntispark. Hotel Schweizerhof Grindelwald AG. Hotel Seehof Davos. Hotel Splendide Royal. Hotel St. Gotthard. Hotel Walter au Lac. Hotelleriesuisse. Huawei Technologies Switzerland AG. Huber+Suhner AG. Hugo Boss Ticino SA. Hunziker Festwirtschaften AG. Hupac Intermodal SA.

## **I**

I.T. International Transmission SA. IBC Insurance Broking & Consulting Holding SA. IBM Schweiz AG. id Quantique SA. Idorsia AG. IFEC Ingegneria SA. IGP Pulvertechnik AG. Ikea AG. IM Maggia Engineering SA. IMA Medtech Switzerland SA. Implenia Schweiz AG.

Indermühle Holding AG. Innovative Sensor Technology IST AG. Inretis Gruppe. Insulæ Groupe Radicchi. Interfida Holding. Interroll Holding AG. Investas AG. ISA Sallmann AG. Isenschmid AG. Iseppi Frutta SA. Itecor Suisse SA. IWC Schaffhausen Branch of Richemont International SA.

## J

Janssen Vaccines. Jean Cron AG. Jean Gallay SA. Johnson Electric Switzerland AG. JOP Josef Ottiger + Partner AG. Jörimann Gruppe. Josef Arnet AG. Joseph Diémand SA. Jowissa Uhren AG. Jung von Matt/Limmat AG.

## K

K. Dysli AG. Kabelwerke Brugg AG Holding. Kablan AG. Kaltband AG. Kelly Services (Suisse) SA. Keramik Laufen AG. KIFA AG. Kings Group of Hotels & Restaurants. Kissling + Zbinden AG Ingenieur Planer. Kistler Group. Klinik Pyramide am See. KMS AG. Knecht Brugg Holding AG. KNF Flodos AG. Knobel Maschinenbau AG. Kolb Distribution AG. Kowner AG. KPMG Schweiz. KPT Holding AG. Kraftwerke Oberhasli AG. Kramer Gastronomie. Krebsler AG. Kugler Bimétal SA. Kuhn Rikon AG. Kundert AG. Kunststoff Schwanden AG. Kuoni Travel Holding AG. Kuratle Group AG. Kurt Steiner AG. L. Kellenberger & Co AG.

## L

La Goccia SA pulizie generali. La Prairie Group AG. Lamello AG. Lamina Technologies SA. Landhotel Hirschen Erlinsbach. Lang & Co AG. Lantal Textiles AG. Laurent Membrez SA. Lawil Gerüste AG. Lazzarini AG. LCA Automation AG. Le Mirador Resort & Spa. Lenz & Staehelin. Lenze Schmidhauser. Leonteq AG. Les Bains de Lavey SA. Les Blanchisseries générales LBG SA. Lidl Schweiz AG. Link Institut. linth stz ag. Lista Office Group. Lombardi SA Ingegneri Consulenti. Lonstroff AG. Lonza AG. Loosli Küchen AG. Louis Bélet SA. Loyco SA. Lüthy + Stocker AG. Luzerner Kantonalbank. Lyreco Switzerland AG.

## M

MAN Truck & Bus Schweiz AG. Mancini & Marti SA. Manufacture La Joux-Perret SA. Marina Gastro AG. Mario Ravasi SA. Martel AG. Marty Bauleistungen AG. Matisa SA. Maulini SA. Max Felchlin AG. McDonald's Suisse. MCE Avocats. MCH Group. MCI Group Holding SA. McKinsey & Company. MCL Medizinische Laboratorien AG. MDP Meili AG. Medacta International SA. Medelec SA. Media Markt Grancia SA. Medics Labor AG. Medtronic International Trading Sàrl. Meier + Jäggi AG. Meili Unternehmungen AG. Menz AG. Mepha Schweiz AG. Merlini & Ferrari SA. Messer Schweiz AG. Messerli Services SA. Meyer Burger Technology AG. Migros. Migros Bank AG. Mikron SA. Millennium Banque Privée. MindMaze. Mitloedi Textildruck AG. MKS (Switzerland) SA. Monn SA. Montana Sport International AG. Montanstahl SA. Morant AG. Morath AG. Morga AG. Mubea Fabbrica Molle SA.

Müller Reformhaus Vital Shop AG. Müller-Steinag Holding AG. Multitime Quartz SA. Mundipharma Medical Company. Mundo AG. Mungo Befestigungstechnik AG.

## N

Naef Immobilier SA. Namics AG. NDW Neue Duschwelt AG. Neste (Suisse) SA. Nestlé Nespresso SA. Nestlé Suisse SA. NetGuardians. Netstream AG. nettoShop AG. Neue Aargauer Bank. New Access SA. Newrest SA. Nexans Suisse SA. Nidwaldner Kantonalbank. Nolato Treff AG. Notz Stucki & Cie SA. Novag AG. Novae Restauration SA. Novametal SA. Novartis. NRP Ingenieure AG. Nüssli (Schweiz) AG.

## O

Oblamatik AG. Obrist Interior AG. OBT AG. Obwaldner Kantonalbank. Officine Ghidoni SA. Officine Panerai Branch of Richemont International SA. OLF SA. OLZ AG. Opacc Software AG. OPO Oeschger AG. Optimus Placement SA. Orgapropre SA. Orolia Switzerland SA. Ortho-Team Partner AG. Orthotec AG. Oskar Rüegg AG. Osmopharm SA. Otto Hofstetter AG. OVD Kinegram AG.

## P

Palexpo SA. Pamp SA. Panalpina AG. Parmaco Metal Injection Molding AG. Patric métal SA. Paul Büetiger AG. PB Swiss Tools GmbH. peka-metall AG. Periso SA. Pharmacie Principale SA. Philip Morris International Management SA. Philips AG. Phoenix Contact AG. Pibor Iso SA. Piccadilly SA. Pilet & Renaud SA. Pistor AG. PK Bau AG. PKF Fiduciaire SA. Planair SA. Porsche Zentrum Zug Risch AG. PPCmetrics AG. Preci-Dip SA. Primaform AG. Prime21 AG. PRO Entreprise sociale privée. Probst Group Holding. ProCrea. Procter & Gamble International Operations. Prosegur SA. Puliconsult SA. PwC.

## Q

Qim info SA. QoQa. Qualibroker.

## R

R.T.B. Corvaglia Sàrl. Raiffeisenbanken. Rainbow SA servizi di sicurezza. RDR architectes. Reglatronic SA. Regloplas AG. Reka Schweizer Reisekasse. Renggli AG. Resilux Schweiz AG. Restaurant Florida AG, Studen. Rex Articoli Tecnici SA. Reyl & Cie SA. Rheinfall Gastronomie AG. Rhyner Logistik. Richard AG Murgenthal. Ricola AG. Rigi Bahnen AG. RIMED AG. Rinco Ultrasonics AG. Ristorante Capo San Martino. Rivella AG. RKB Europe SA. Roche. Roche Diagnostics International AG. Rockwell Automation Switzerland GmbH. Rofra Bau AG. Rohr AG Reinigungen. Rolla SP Propellers SA. Rollomatic SA. Romantik Hotel Sternen. Ronin Primeurs SA. Rosset et Cie. Röthlisberger AG, Die Schreinermanufactur. Rotronic AG. Roulin Frères SA. ro viva Roth & Cie AG. Ruckstuhl AG. Rüeger SA. Rugenbräu AG. RWD Schlatter AG.

**S**

SA di Gestione Shopping Center Serfontana. SA Vini Bée. Safram SA. Samsic Facility SA. Sanacare AG. Sanitas Troesch AG. Säntis-Schwebbahn AG. Saphir Group. Sarix SA. Sateldranse SA. saw gruppe. SBB Cargo International AG. Scania Schweiz AG. Schaffhauser Kantonalbank. Schaltag AG. Schärli Architekten AG. Schaublin SA. Scheitlin Syfrig Architekten. Schellenberg Wittmer. Schelling AG. Schenk SA. Scherer & Bühler AG. Scherler AG. Scheuchzer SA. Schilthornbahn AG. Schlatter Industries AG. Schmid AG energy solutions. Schmocker AG. Schneider Holding AG. Schneider Sanitaires SA. Scholz & Friends Schweiz AG. Schöni Transport AG. Schott Schweiz AG. Schroder & Co Bank AG. Schulthess Klinik. Schütz Montlingen GmbH & Co KG. Schwarz Stahl AG. Schweizer Heimatwerk. Schweizerische Schiffahrtsgesellschaft Untersee und Rhein AG. Schwyzer Kantonalbank. SCS Supercomputing Systems AG. Sedelec SA, Lausanne. Seeblick Garage AG. Sefa SA. SEIC-Télédis. Seiler Hotels AG. Seilfabrik Ullmann AG. Senn Transport AG. Sensirion Holding AG. Serfrè SA. Seven-Air Gebr. Meyer AG. Shoppi Tivoli. Sieber Transport AG. Siegfried Holding AG. Siemens Building Technologies. Siere-Energie SA. SIGA Holding AG. Signal AG. Sigvaris AG. Similor AG. Simplex AG. Sinnvoll Gastro. Sinomedica. SIP Industrial Promotion SA. Siska Heuberger Holding AG. Sitag AG. SJB.Kempter.Fitze AG. SL&C SA. Slongo AG. SMB Medical SA. Smedico AG. Société Générale Private Banking (Suisse) SA. Soplar SA. Spagyros AG. Spar- und Leihkasse Frutigen AG. Spectros AG. SPIE ICS AG. Spineart SA. Spirig HealthCare AG. Spross-Holding AG. St. Claraspital. Stadthaus Nidau AG. Stahl Gerlafingen AG. Stanzwerk AG. Stark AG. Stebler Blech AG. Steiner AG. Stella Brandenberger Transporte AG. Stihl Kettenwerk Schweiz. Storchen Zürich. Strabag AG. Straumann Holding. Streck Transport AG. Striebig AG. stürmsfs ag. Suhner Holding AG. Sulzer AG. Sunstar Hotelgruppe. Swarovski Gruppe. SWG, Grenchen. Swiss International Air Lines Ltd. Swiss Prime Site AG. Swisscom AG. SwissFlock AG. Swissôtel Basel. swissQprint AG. Swissquote Bank SA. Sycrilor Industries SA. Sylvac SA. Symalit AG. Symetis - Boston Scientific. Synaxis AG Zürich. Syngenta AG. Syntax Übersetzungen AG. Synthes Produktions GmbH.

**T**

T+R AG. Talus Informatik AG. TBF + Partner AG. Tcpos SA. TCS Assurances SA. Tecan Group AG. Tech Data (Schweiz) GmbH. Telecom Services SA. Téléréverbier SA. Terrani SA. The Chedi Andermatt. The Nail Company Sàrl. The Nielsen Company (Switzerland) GmbH. Thermo Fisher Scientific (Ecublens) Sàrl. Thomann Nutzfahrzeuge AG. Thurgau Travel AG. Tiba AG. Tokheim Switzerland SA. Toneatti AG. Translait SA. Trasfor SA. Treier AG. Trikora AG. TSM Compagnie d'Assurances. T-Systems Schweiz AG. Tulux Licht.Lumière.

**U**

u-blox Holding AG. UBS AG. Uffer AG. Univerre Pro Uva SA. Urma AG Werkzeugfabrik. Urner Kantonalbank. USM U. Schärer Söhne AG.

**V**

Valora Holding AG. Varin Etampage SA. Vebege AG. Veriset AG. Viktoria-Jungfrau Grand Hotel & Spa. Villars Holding SA. Virtua. Vitol SA. Volg Konsumwaren AG. Von Roll Schweiz AG. vonRoll hydro (suisse) ag. VTX Telecom SA. VZ Holding AG. V-Zug AG.

**W**

W. Gassmann AG. W. Thommen AG. WAB-Group. Wago Contact SA. Wälli AG Ingenieure. Walo-Gruppe. Wander AG. Wandfluh AG. Wäsche-Perle AG. Wassermann & Company AG. Weinmann-Energies SA. Weleda AG. Welti-Furrer. Wenger + Wirz AG. WIKA Schweiz AG. Willemin-Macodel SA. Winterhalter + Fenner AG. Wolfensberger AG. World Economic Forum. Wüest & Cie AG. Wullschleger Martinenghi Manzini Holding SA.

**Y**

Ypsomed AG.

**Z**

Zanini Vinattieri SA. Zehnder Group. Zenith. ZFV-Unternehmungen. Zraggen Energie Holding AG. Zingg Transporte AG. Zoo Zürich AG. Zuger Kantonalbank AG. Zur Rose Suisse AG. Zürcher Kantonalbank. Zwahlen & Mayr SA.

**1**

1a hunkeler holzbau AG.

**2**

2B Family Holding AG.

**4**

4B AG.

---

# Chronique monétaire

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



<p>Lors de l'examen du 13 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 <math>-0,75\%</math> et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre <math>-1,25\%</math> et <math>-0,25\%</math>. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	<p>Décembre 2018</p>
<p>Lors de l'examen du 20 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 <math>-0,75\%</math> et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre <math>-1,25\%</math> et <math>-0,25\%</math>. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	<p>Septembre 2018</p>
<p>Lors de l'examen du 21 juin de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à <math>-0,75\%</math> et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre <math>-1,25\%</math> et <math>-0,25\%</math>. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc se maintient à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	<p>Juin 2018</p>
<p>Lors de l'examen du 15 mars de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à <math>-0,75\%</math> et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre <math>-1,25\%</math> et <math>-0,25\%</math>. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc se maintient à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	<p>Mars 2018</p>
<p>Lors de l'examen du 14 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à <math>-0,75\%</math> et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre <math>-1,25\%</math> et <math>-0,25\%</math>. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. L'affaiblissement du franc reflète le fait que les valeurs refuges sont actuellement moins recherchées. La situation sur le marché des changes demeure toutefois fragile. Selon la BNS, le franc se maintient à un niveau élevé. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes restent nécessaires. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	<p>Décembre 2017</p>
<p>Lors de l'examen du 14 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à <math>-0,75\%</math> et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre <math>-1,25\%</math> et <math>-0,25\%</math>. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc se maintient à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	<p>Septembre 2017</p>

### Editeur

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

### Conception

Interbrand AG, Zurich

### Composition et impression

Neidhart + Schön Group AG, Zurich

### Version imprimée

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

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



### Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

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

### Internet

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

### Droits d'auteur/copyright ©

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

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

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

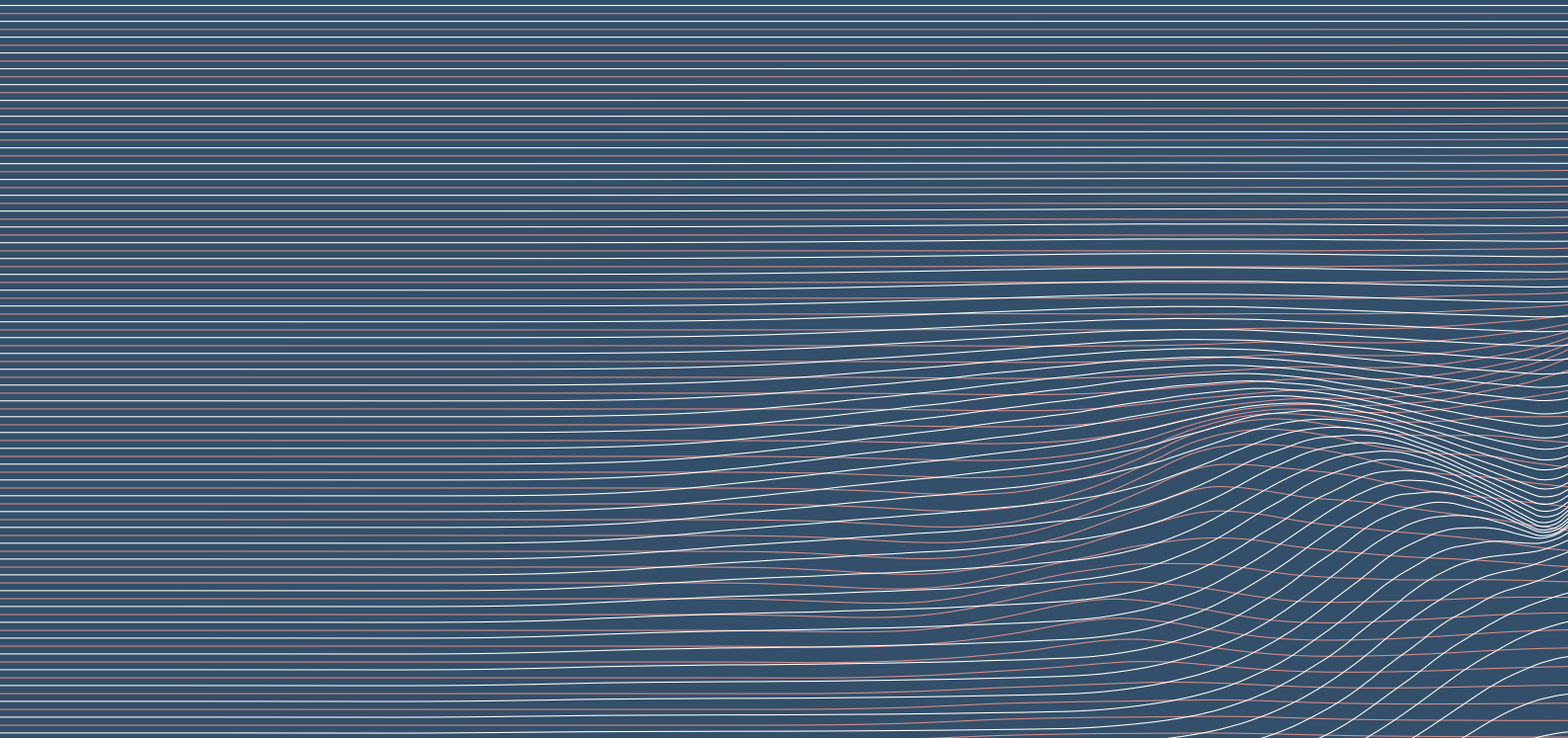
Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

### Limitation de la responsabilité

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2018





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

