

# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Décembre 4/2012 30<sup>e</sup> année



# Contenu

4	<b>Rapport sur la politique monétaire</b>
30	<b>Tendances conjoncturelles</b>
40	<b>Chronique monétaire</b>

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse  
pour l'examen de la situation économique et monétaire de décembre 2012

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations  
disponibles jusqu'au 13 décembre 2012.

## Table des matières

6	Avant-propos
7	1 Décision de politique monétaire du 13 décembre 2012
8	<a href="#">Stratégie de politique monétaire de la BNS</a>
9	2 Conditions-cadres de l'économie mondiale
9	2.1 Marchés financiers et marchés des matières premières
10	2.2 Etats-Unis
11	2.3 Zone euro
12	2.4 Japon
13	2.5 Economies émergentes
14	3 Evolution économique en Suisse
14	3.1 Demande globale et production
17	3.2 Marché du travail
18	3.3 Utilisation des capacités de production
19	3.4 Perspectives économiques
20	4 Prix et anticipations d'inflation
20	4.1 Prix à la consommation
22	4.2 Prix à la production et à l'importation
22	4.3 Prix de l'immobilier
23	4.4 Anticipations d'inflation
24	5 Evolution monétaire
24	5.1 Mesures de politique monétaire depuis mi-septembre
25	5.2 Taux d'intérêt sur les marchés monétaire et des capitaux
26	5.3 Cours de change
27	5.4 Marché des actions
27	5.5 Agrégats monétaires et crédits bancaires

## Avant-propos

Conformément à la loi, la Banque nationale suisse (BNS) a pour mission de conduire la politique monétaire dans l'intérêt général du pays. Elle assure la stabilité des prix. Ce faisant, elle tient compte de l'évolution de la conjoncture.

La BNS attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise du grand public. Elle est également tenue par la loi d'informer régulièrement le public de sa politique et de faire part de ses intentions. Le présent Rapport sur la politique monétaire remplit cette double fonction. Il décrit l'évolution en Suisse 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.

Les chapitres 2 à 5 ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en décembre 2012. Le chapitre 1 («Décision de politique monétaire du 13 décembre 2012») reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

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 2012

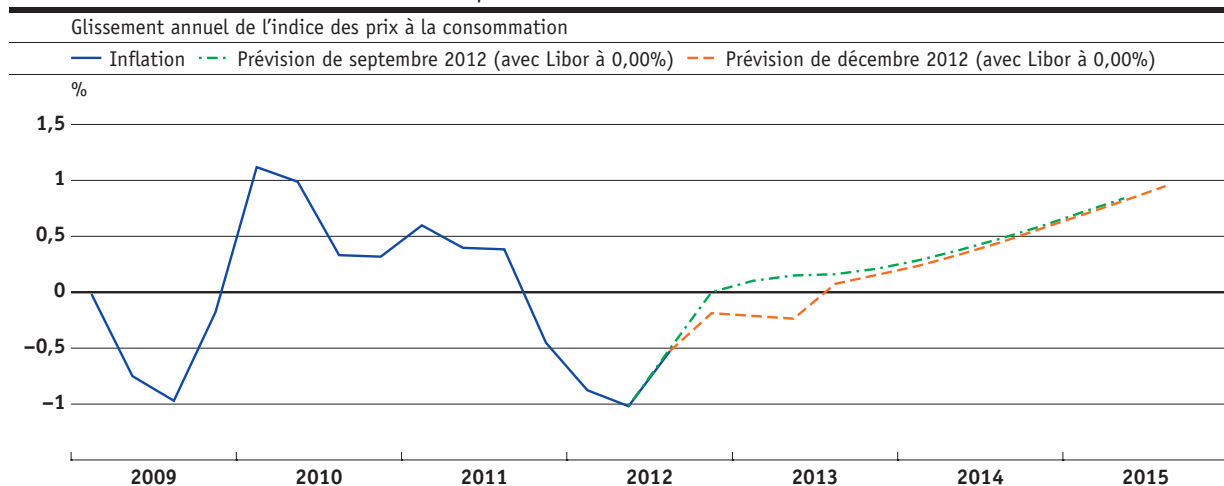
## La Banque nationale maintient le cours plancher inchangé

La Banque nationale suisse (BNS) maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour un euro. Le franc demeure à un niveau élevé. Une appréciation de notre monnaie menacerait la stabilité des prix et aurait de graves conséquences sur l'économie suisse. C'est pourquoi la BNS continuera de faire prévaloir ce cours plancher avec toute la détermination requise. A cette fin, elle est prête à acheter des devises en quantité illimitée. La BNS maintient par ailleurs à 0%–0,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois en francs. En cas de besoin, elle est disposée à prendre en tout temps des mesures supplémentaires.

La prévision d'inflation conditionnelle de la BNS reste pour l'essentiel inchangée par rapport à celle de septembre. A court terme, le léger ralentissement de la conjoncture dans la zone euro freinera encore la progression des prix. De plus, la revalorisation du franc survenue dans le passé a des effets un peu plus marqués que prévu sur le niveau des prix. La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle est presque identique à celle de septembre dès la mi-2013. La prévision est établie sur la base d'un Libor à trois mois maintenu à 0% ces trois prochaines années. Dans cette hypothèse, le franc faiblira sur la période. L'inflation prévue restera toutefois à un bas niveau ces prochaines années. Elle sera de –0,7% en 2012. Pour 2013 et 2014, la Banque nationale table sur un taux de respectivement –0,1% et 0,4%. Il n'existe donc aucun risque d'inflation en Suisse dans un avenir proche.

Graphique 1.1

Prévisions d'inflation conditionnelles de septembre 2012 et de décembre 2012



Source: BNS.

	2009				2010				2011				2012				2009	2010	2011
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.			
Inflation	0,0	-0,7	-1,0	-0,2	1,1	1,0	0,3	0,3	0,6	0,4	0,4	-0,5	-0,9	-1,0	-0,5		-0,5	0,7	0,2

**Prévisions d'inflation conditionnelles de septembre 2012, avec Libor à 0,00%,  
et de décembre 2012, avec Libor à 0,00%**

	2012				2013				2014				2015				2012	2013	2014	
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.				
Prévision de septembre 2012, Libor à 0,00%					-0,5	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8		-0,6	0,2	0,4
Prévision de décembre 2012, Libor à 0,00%					-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,6	0,7	0,8	0,9		-0,7	-0,1	0,4

Source: BNS.

## 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 pour les dépôts à trois mois en francs. Par ailleurs, la BNS fait actuellement prévaloir un cours plancher pour l'euro.



## 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

La croissance économique mondiale est demeurée faible au troisième trimestre 2012. Le volume des échanges internationaux a même reculé en moyenne trimestrielle (voir graphique 2.2). Une légère récession persiste dans la zone euro, tandis que la performance économique a fortement chuté au Japon. Les Etats-Unis affichent en revanche une reprise modeste du fait de la demande intérieure. L'évolution était hétérogène dans les économies émergentes: la dynamique conjoncturelle ne s'est guère améliorée dans certains pays, alors que la croissance s'est un peu consolidée, notamment en Chine et au Brésil, grâce au soutien fourni par la politique économique.

Dans l'ensemble, la BNS continue de tabler sur un redressement progressif de l'économie mondiale. Elle a toutefois légèrement revu à la baisse ses attentes pour 2013 par rapport au dernier examen de la situation. Cette mise à jour concerne en particulier les perspectives à court terme de la zone euro. La BNS part de l'hypothèse que la zone euro ne sortira de la récession qu'au cours de l'année 2013. Aux Etats-Unis, la reprise modeste devrait se poursuivre grâce aussi au renforcement continu du secteur de la construction. La croissance des pays émergents devrait progressivement gagner en vigueur.

Les risques de dégradation restent considérables pour l'économie mondiale. La crise de la zone euro continue de peser sur les perspectives de croissance. Les opérations monétaires sur titres (*outright monetary transactions*, OMT), nouveau programme d'achat de titres lancé en septembre par la Banque centrale européenne (BCE), ont certes réduit la probabilité d'événements extrêmes et permis une détente sur le marché financier et

celui du crédit, mais les incertitudes liées à la résolution de la crise de la dette souveraine dans la zone euro restent fortes. Les décisions de politique budgétaire attendues aux Etats-Unis (*fiscal cliff* ou «falaise budgétaire») constituent une autre source d'inquiétude.

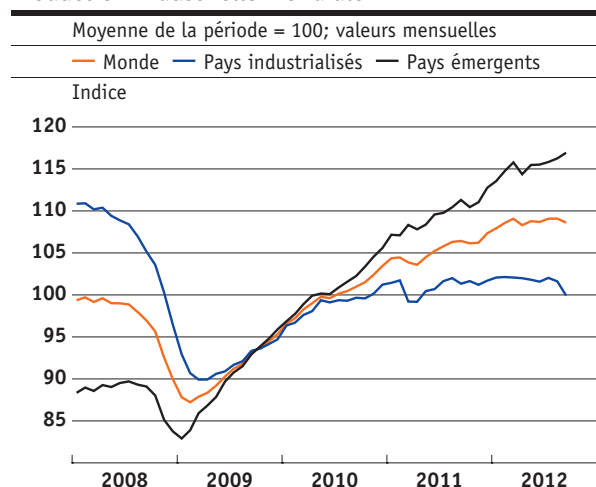
### 2.1 Marchés financiers et marchés des matières premières

La situation n'a pas fondamentalement changé sur les marchés financiers depuis mi-septembre. Elle reste marquée principalement par les risques découlant de la crise financière et de la crise de la dette souveraine en Europe ainsi que par la politique budgétaire des Etats-Unis.

Le nouveau programme d'achat de titres de la BCE a contribué à améliorer les conditions de financement, en termes de prix, pour les entreprises établies dans les pays du Sud de la zone euro. Les marchés mondiaux des actions ont évolué sans marquer de tendance claire (voir graphique 2.3). Sur les marchés des devises, l'euro et le dollar des Etats-Unis sont restés relativement stables en valeur pondérée par le commerce extérieur, mais le retard pris par les ministres des finances de la zone euro et le Fonds monétaire international (FMI) pour s'accorder sur une nouvelle aide financière à la Grèce a parfois pesé sur l'euro (voir graphique 2.4).

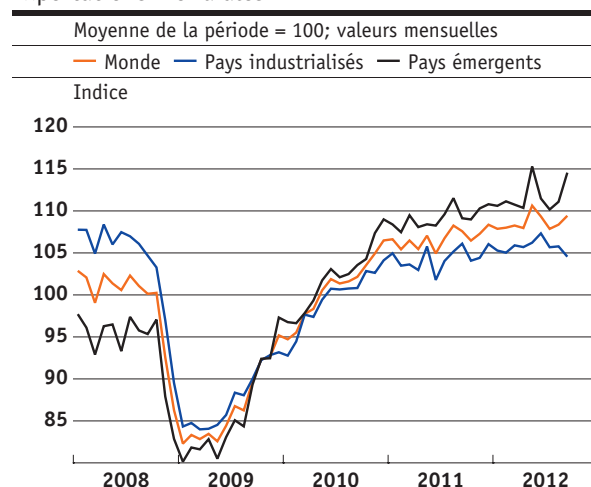
Dans ce contexte, les prix des matières premières ont de nouveau un peu faibli, dans l'ensemble, après avoir affiché une hausse durant l'été (voir graphique 2.5). Ainsi, les prix des métaux industriels, qui sont sensibles à la conjoncture, ont encore reculé. Les prix du pétrole sont demeurés quasiment inchangés, car l'influence des risques géopolitiques a compensé la faible demande mon-

Graphique 2.1  
Production industrielle mondiale



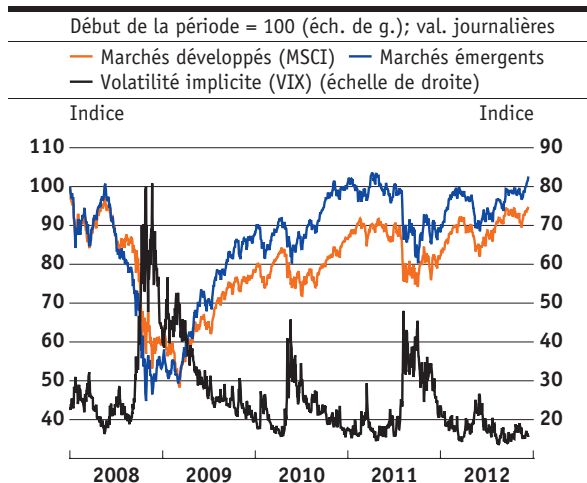
Sources: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.2  
Exportations mondiales



Sources: CPB et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.3  
Marchés des actions



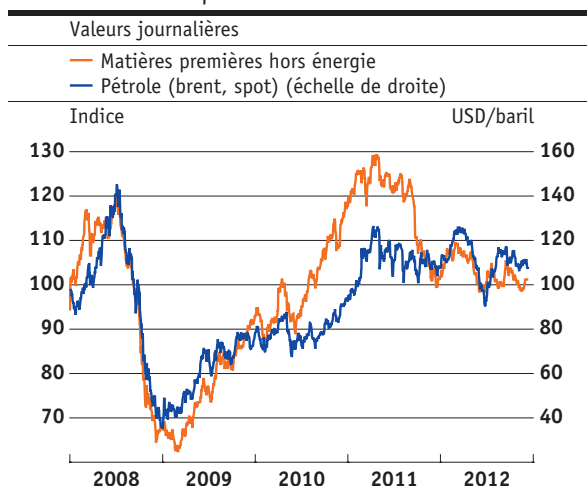
Sources: Reuters et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.4  
Cours de change



Sources: Reuters et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.5  
Prix des matières premières



Sources: Reuters et Thomson Financial Datastream.

diale. Les prix des matières premières agricoles se sont stabilisés après avoir fortement progressé durant les mois précédents en raison de périodes de sécheresse.

Pour sa prévision à trois ans, la BNS se fonde sur des hypothèses concernant le prix du pétrole et le cours de change. Ainsi, elle part d'un prix de 112 dollars des Etats-Unis le baril de Brent et d'un cours de 1,30 dollar pour un euro.

## 2.2 Etats-Unis

Aux Etats-Unis, le produit intérieur brut (PIB) a progressé de 2,7% au troisième trimestre, soit plus fortement qu'au trimestre précédent. Cette croissance a été soutenue par la consommation privée et par des investissements constants dans l'immobilier résidentiel, de même que par une hausse des investissements en stocks et des dépenses publiques pour la défense. Par contre, les investissements des entreprises ont légèrement reculé. Malgré le rebond enregistré sur le plan général, les capacités économiques sont demeurées sous-utilisées et le taux de chômage, qui était de 7,7% en novembre, s'établissait toujours à un niveau élevé (voir graphique 2.9).

La croissance économique devrait rester modeste durant les prochains trimestres. L'activité du commerce de détail et de l'industrie affichait un repli en octobre à la suite de la tempête Sandy, mais des effets de rattrapage sont attendus pour les mois suivants. Le regain de confiance des consommateurs et la lente augmentation des prix des maisons devraient contribuer à renforcer progressivement la consommation privée. Par contre, le commerce extérieur ne devrait fournir aucune impulsion notable à court terme. La BNS table sur une croissance annuelle du PIB de 2,3% pour 2012 de même que pour 2013, pour autant que le Parlement des Etats-Unis trouve un accord d'ici à la fin de l'année pour prolonger la majorité des allègements fiscaux existants et pour reporter les réductions prévues des dépenses. La BNS estime que la politique budgétaire atténuera la croissance d'environ un point en 2013.

La hausse des prix à la consommation s'est de nouveau légèrement accentuée en raison d'un accroissement des prix de l'énergie et s'établissait à 2,2% en octobre (voir graphique 2.10). En revanche, l'inflation sous-jacente est restée pratiquement inchangée à 2% (voir graphique 2.11). A moyen terme, le chômage élevé et la faible progression des salaires devraient contenir les pressions inflationnistes.

Aux Etats-Unis, la politique monétaire demeure très expansionniste. La Réserve fédérale a étendu ses achats de titres à plus long terme, les portant à 85 milliards de dollars par mois. Elle entend poursuivre ces acquisitions jusqu'à ce qu'une améliora-

tion significative se dessine sur le marché du travail. Simultanément, elle vend des obligations d'Etat à court terme pour un montant de 45 milliards de dollars encore jusqu'à la fin de l'année. Par ailleurs, elle a maintenu à 0%–0,25% la marge de fluctuation de son taux directeur (voir graphique 2.12). Elle a en outre modifié sa communication en décembre: ainsi, elle entend maintenir la marge de fluctuation de son taux directeur à 0%–0,25% au moins aussi longtemps que le taux de chômage sera supérieur à 6,5% et que la prévision d'inflation à moyenne terme ne s'élèvera pas au-dessus de 2,5%. Elle estime toujours qu'une adaptation de son taux directeur interviendra au plus tôt mi-2015.

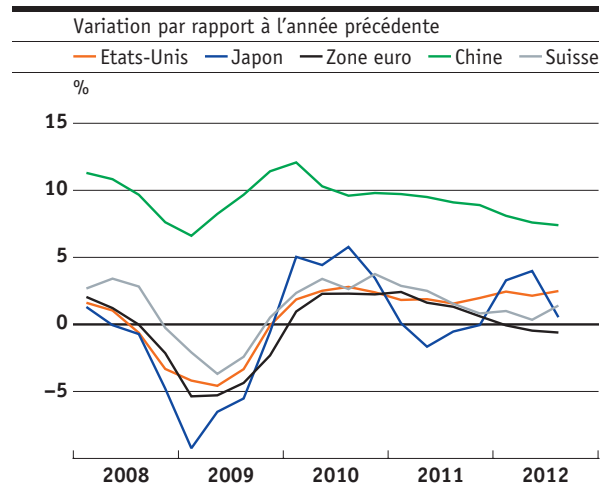
## 2.3 Zone euro

La zone euro est en récession depuis un an. Le PIB a ainsi continué de reculer au troisième trimestre, affichant une baisse de 0,2%. Il a pourtant marqué une légère hausse en Allemagne et en France, mais il a fléchi dans de nombreux autres Etats membres, les pays du Sud se trouvant toujours dans une récession profonde à la suite des mesures de consolidation budgétaire. Les investissements ont encore baissé dans la zone euro en raison des surcapacités existantes et de la persistance d'une grande incertitude. La consommation privée a stagné. Seul le commerce extérieur a eu un effet stabilisateur. Le taux de chômage a poursuivi sa progression pour s'établir à 11,7% en octobre, son niveau le plus élevé depuis la création de l'Union monétaire (voir graphique 2.9). Il a même augmenté en Allemagne, pour la première fois depuis plus de trois ans.

Dans la zone euro, la politique budgétaire restrictive et le climat de consommation défavorable continuent de marquer les perspectives de croissance. La confiance fragile des entreprises et des ménages et la faible demande des pays du Sud affectent également la croissance économique des Etats constituant le noyau dur de la zone euro. Les entrées de commandes dans l'industrie et les prévisions de vente des entreprises exportatrices se sont détériorées ces derniers mois. Actuellement, les indicateurs laissent présager un nouveau recul du PIB dans la zone euro au quatrième trimestre. Selon plusieurs enquêtes, les entreprises industrielles prévoient de réduire leurs investissements l'an prochain. De plus, les sociétés affichent une prudence accrue dans leurs plans d'embauche. La BNS a légèrement revu à la baisse ses prévisions de croissance pour la zone euro. Elle part de l'hypothèse que celle-ci ne sortira de la récession qu'au cours de l'année 2013. La BNS table toujours sur un recul du PIB pour l'ensemble de l'année 2012 et s'attend désormais à une stagnation en 2013.

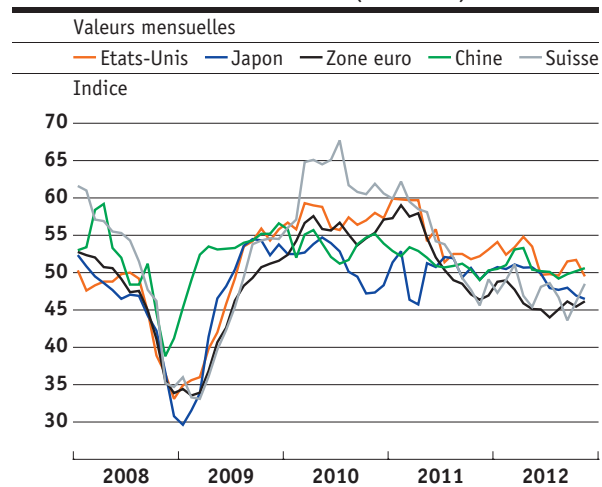
La hausse des prix à la consommation dans la zone euro a fléchi ces derniers mois, principalement

Graphique 2.6  
Produit intérieur brut réel



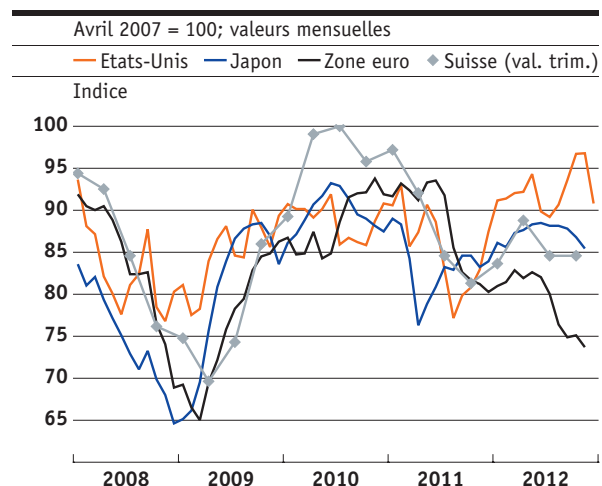
Sources: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.7  
Indices des directeurs d'achats (industrie)



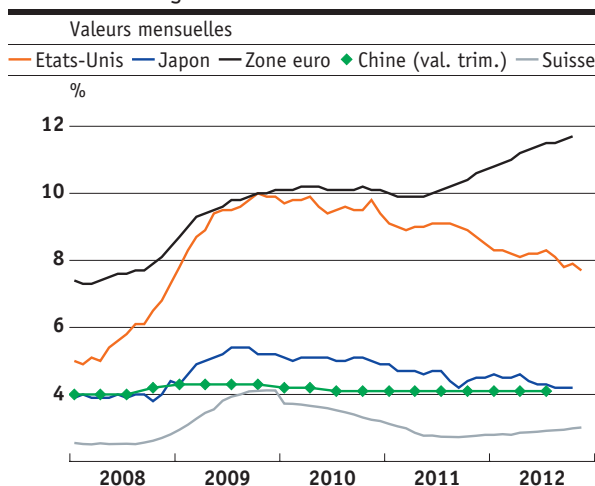
Source: Thomson Financial Datastream (© et droits de base de données Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés).

Graphique 2.8  
Climat de consommation



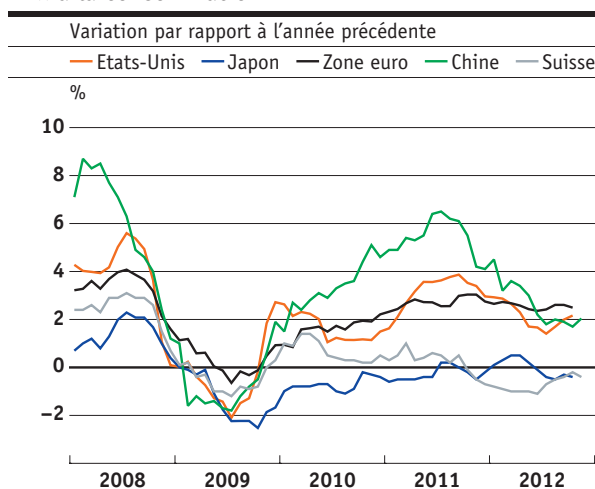
Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.9  
Taux de chômage



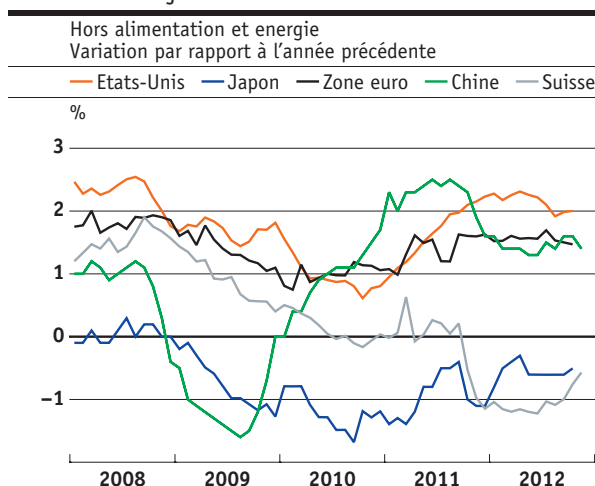
Sources: SECO et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.10  
Prix à la consommation



Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.11  
Inflation sous-jacente



Sources: OFS et Thomson Financial Datastream.

en raison du déclin des effets de base qui avaient été induits par les prix de l'énergie et le relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) en Italie en octobre 2011. En novembre, le renchérissement annuel s'inscrivait à 2,2%, son niveau le plus bas depuis fin 2010 (voir graphique 2.10). L'inflation sous-jacente est demeurée stable, à environ 1,5% (voir graphique 2.11).

La BCE a poursuivi sa politique monétaire expansionniste. Elle a laissé inchangé à 0,75% le taux appliqué aux opérations principales de refinancement (graphique 2.12). De plus, elle se tient prête depuis septembre à exécuter des opérations monétaires sur titres (*outright monetary transactions*, OMT), c'est-à-dire à appliquer son nouveau programme d'achat de titres, si un Etat membre demande une aide financière du Fonds européen de stabilité financière (FESF) ou du Mécanisme européen de stabilité (MES). Comme il n'y a pas eu de demande d'aide formelle, la BCE n'a acquis aucune obligation d'Etat dans le cadre du programme OMT jusqu'à mi-décembre.

## 2.4 Japon

Après avoir fortement progressé en début d'année, la conjoncture s'est sensiblement repliée au second semestre. Le PIB a ainsi reculé de 3,5% au troisième trimestre après avoir stagné durant le trimestre précédent. L'arrêt des subventions pour l'achat de véhicules à haute efficacité énergétique a conduit à un fléchissement de la consommation privée. De plus, les exportations de biens ont diminué en raison de la faible demande mondiale, du yen fort et du conflit territorial avec la Chine. Cette évolution a également affecté les investissements privés. Seuls les investissements publics de reconstruction après le tremblement de terre de mars 2011 ont encore donné des impulsions notables. Il ne faut pas s'attendre à une reprise avant le début de la nouvelle année. La BNS table sur une progression du PIB de 2,1% en 2012 et d'environ 1% en 2013.

En octobre, les prix japonais à la consommation étaient inférieurs de 0,4% à leur niveau de la même période de l'année précédente (voir graphique 2.10). Le renchérissement est demeuré négatif aussi lorsqu'il était calculé sans les prix de l'énergie et ceux des denrées alimentaires (voir graphique 2.11). La dynamique des prix devrait rester très faible en raison d'une utilisation des capacités de production inférieure à la moyenne. Il faut cependant s'attendre à une poussée inflationniste provisoire en 2014 à la suite de la hausse prévue de la TVA.

La Banque du Japon a poursuivi sa politique monétaire expansionniste. Elle a relevé le volume visé de son programme d'achat de titres de 21 000 milliards pour le porter à 91 000 milliards de yens (environ 1000 milliards de francs) et prolongé l'ho-

raison d'achat jusqu'à fin 2013. De plus, elle a introduit une nouvelle facilité de crédit à long terme dont le volume correspond aux fonds que les banques commerciales mettent à la disposition des ménages et des entreprises. Elle a maintenu le taux cible au jour le jour dans une fourchette de 0%–0,1% (voir graphique 2.12). La Banque du Japon et le gouvernement ont, par ailleurs, rappelé dans une déclaration commune leur détermination à lutter contre la déflation tenace.

## 2.5 Economies émergentes

La demande modeste dans les pays industrialisés et l'incertitude sur l'issue de la crise financière et de la crise de la dette souveraine en Europe affectaient toujours l'évolution conjoncturelle des économies émergentes. Les mesures d'assouplissement monétaires et budgétaires mises en place cette année en Chine et au Brésil, mais aussi le relâchement des rênes monétaires en Inde ont contribué à une légère reprise au troisième trimestre. Dans l'ensemble, le PIB a continué à augmenter modérément.

En Chine, la croissance du PIB d'une période à l'autre a retrouvé de la vigueur au troisième trimestre. Par rapport à la même période de l'année précédente toutefois, la croissance (7,4%) a été légèrement plus faible (voir graphique 2.6). L'activité économique a été soutenue par un assouplissement de la politique monétaire et par des investissements publics ciblés dans les infrastructures et la construction de logements. En Inde par contre, les conditions de crédit restrictives et la lenteur des réformes de l'Etat pesaient toujours sur le climat économique. Dans les nouveaux pays industrialisés (NPI) d'Asie, à savoir la Corée du Sud, Taïwan, Hong Kong et Singapour, l'activité de l'industrie

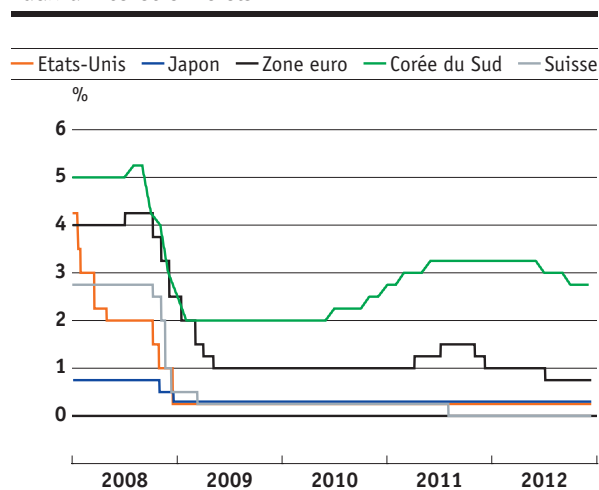
manufacturière s'est encore ralentie. Par ailleurs, une grève dans l'industrie automobile sud-coréenne a fortement affecté la production. Au Brésil, d'importantes mesures conjoncturelles, notamment dans l'industrie des biens de consommation, ont fourni de premières impulsions à l'économie au troisième trimestre, après que le PIB a quasiment stagné pendant plus d'un an.

La reprise de la conjoncture devrait se poursuivre dans les économies émergentes ces prochains mois. En ce qui concerne les grands pays émergents que sont la Chine, l'Inde et le Brésil, la demande d'investissement devrait, comme la consommation privée, soutenir la croissance étant donné les projets d'infrastructure prévus ou les incitations pour les investissements directs étrangers.

La hausse des prix à la consommation dans les économies émergentes a fortement ralenti au premier semestre. Dans l'ensemble, elle est restée relativement stable depuis le milieu d'année. En Chine, elle s'établissait à 2% en novembre (voir graphique 2.10). Elle a légèrement fléchi en Inde pour s'inscrire à 7,2%. Par contre, elle a un peu augmenté au Brésil, où elle affiche 5,5%. Du fait de la croissance modérée, les pressions sur les prix devraient en général demeurer faibles dans les économies émergentes.

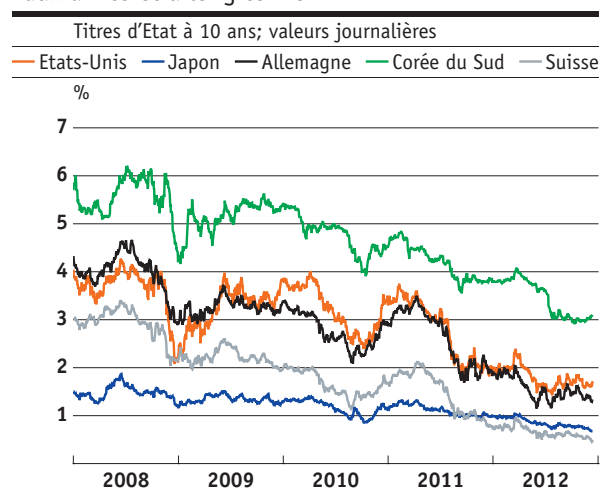
La politique monétaire des économies émergentes a encore été partiellement assouplie ces derniers mois. La banque centrale de Corée du Sud a réduit une nouvelle fois son taux directeur en octobre, après avoir modifié sa politique en juillet. La banque centrale d'Inde a de nouveau baissé le taux des réserves minimales pour les banques. Quant à la banque centrale du Brésil, elle a résolument poursuivi l'assouplissement de sa politique monétaire. De nombreux pays émergents disposent toujours d'une certaine marge de manœuvre en matière de politique monétaire et budgétaire.

Graphique 2.12  
Taux d'intérêt officiels



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.13  
Taux d'intérêt à long terme



Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

### 3 Evolution économique en Suisse

L'activité économique s'est un peu ravivée en Suisse. D'après les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le PIB réel a progressé de 2,3% au troisième trimestre, après avoir baissé de 0,5% au trimestre précédent. Cette évolution tient à une reprise des exportations. L'effet devrait cependant être provisoire eu égard à la faiblesse conjoncturelle mondiale. L'économie suisse a encore perdu de sa vigueur: les dépenses de consommation privée n'ont augmenté que légèrement, tandis que les investissements en biens d'équipement ont continué leur repli.

L'écart de production reste clairement négatif. La situation a continué de s'assombrir sur le marché du travail. Le nombre de chômeurs s'est ainsi encore accru légèrement à l'automne.

La BNS table sur une croissance du PIB bien plus faible au quatrième trimestre. Celle-ci devrait donc s'élever, sur l'année, à environ 1%, comme l'indiquaient les prévisions de septembre. Pour 2013, la BNS s'attend à une croissance du PIB de 1 à 1,5%.

### 3.1 Demande globale et production

#### Large base pour la croissance de la création de valeur

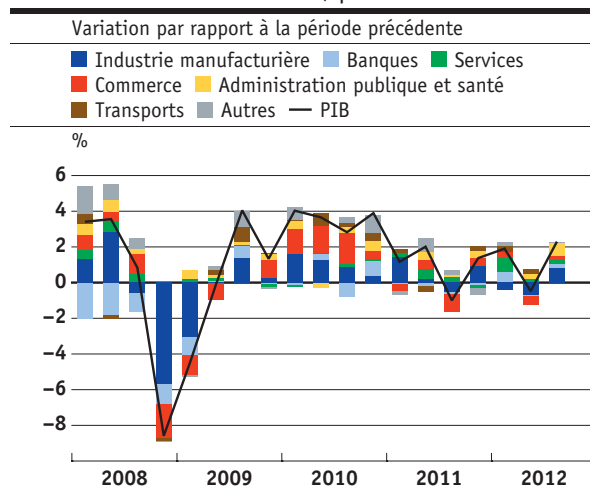
Après un léger recul au deuxième trimestre, le PIB s'est accru de 2,3% au troisième trimestre, selon les premières estimations du SECO. L'industrie manufacturière a fourni la principale contribution: la solide progression de la création de valeur a compensé en grande partie la perte enregistrée au premier semestre (voir graphique 3.1). La création de valeur a également augmenté notablement dans le secteur financier, l'administration publique, la santé et les services aux entreprises. L'évolution des transports, des prestations de communication et du commerce a été un peu moins dynamique. En revanche, la tendance négative se poursuit dans l'hôtellerie et la restauration.

#### Contribution positive du commerce extérieur

Le solde du commerce extérieur (hors objets de valeur) a progressé au troisième trimestre (voir graphique 3.2). Les exportations ont affiché une croissance robuste de 4,7% par rapport au trimestre précédent (voir graphique 3.3) alors que les importations ne présentent qu'un léger accroissement de 1,1% (voir graphique 3.4). Dans l'ensemble, la contribution du commerce extérieur à la croissance a donc été positive (1,9 point).

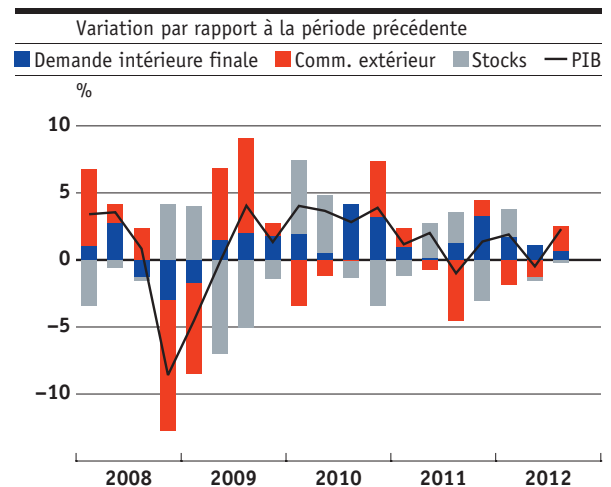
Après un premier semestre faible, les exportations de biens se sont fortement redressées. Les ventes vers l'Europe et le Japon ont particulièrement progressé. Pour ce qui est des branches, la chimie et l'industrie pharmaceutique affichent une hausse solide.

Graphique 3.1  
Contributions à la croissance, par secteurs



Source: SECO.

Graphique 3.2  
Demande: contributions à la croissance



Source: SECO.

Les exportations des secteurs de l'automobile et de la bijouterie se sont également développées, alors que celles de l'industrie des machines ont reculé pour le sixième trimestre consécutif en raison de la faible demande à l'étranger.

Contrairement aux exportations de biens, celles de services ont poursuivi leur recul au troisième trimestre. Le repli des recettes nettes tirées du commerce de transit a été déterminant. Les recettes des licences et brevets et celles du tourisme ont, elles aussi, baissé. En revanche, celles des assurances privées ont soutenu la croissance.

Les importations de biens et de services ont également connu une évolution très différenciée. La demande robuste de matières premières et de produits semi-finis étrangers ainsi que d'agents énergétiques a dominé les importations de biens. En revanche, la baisse des dépenses dans les domaines des transports et des licences et brevets a pesé sur les importations de services.

### Ralentissement de la demande intérieure

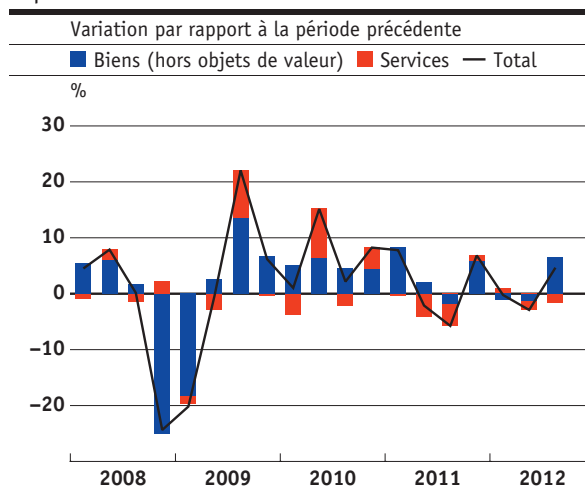
La demande intérieure finale a encore perdu de sa vigueur au troisième trimestre (voir graphique 3.5 et tableau 3.1). Les dépenses de consommation du secteur public ont fourni la principale impulsion. Les dépenses de consommation privée et les investissements en constructions n'ont progressé que modérément, alors que les investissements en biens d'équipement ont de nouveau fléchi.

Les dépenses de consommation privée n'ont augmenté que de 0,6% au troisième trimestre. Dans le même temps, le moral des consommateurs s'est un peu assombri. Les différents secteurs ont affiché récemment une évolution très hétérogène: les dépenses liées au commerce de détail (par exemple denrées alimentaires, meubles) se sont développées faiblement, tandis que celles dans le domaine de la santé et des prestations financières se sont fortement accrues. A moyen terme, la consommation privée devrait présenter une progression modeste en raison de perspectives de revenus atténuées, tout en continuant d'être soutenue par l'immigration.

Les investissements en constructions n'ont augmenté que légèrement au troisième trimestre et ils sont demeurés inférieurs à leur niveau de l'année précédente. D'après les enquêtes de la Société Suisse des Entrepreneurs, les segments présentent des évolutions différentes: la construction de logements a stagné à un niveau élevé. Le génie civil, qui avait un peu perdu de sa vigueur durant les trimestres précédents, s'est redressé au troisième trimestre. A l'inverse, la reprise des trimestres précédents dans la construction de bâtiments industriels et commerciaux s'est révélée provisoire.

Graphique 3.3

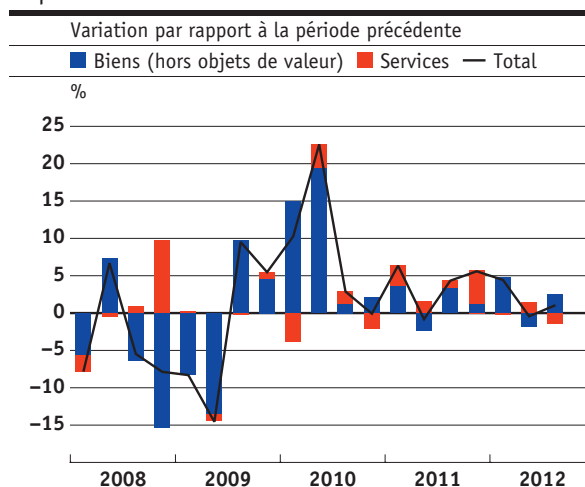
Exportations: contributions à la croissance



Source: SECO.

Graphique 3.4

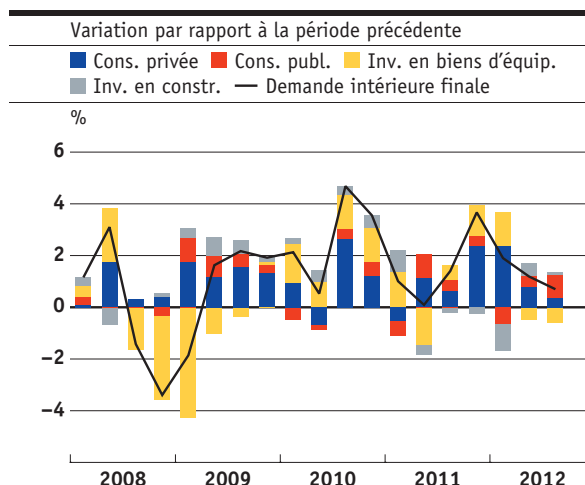
Importations: contributions à la croissance



Source: SECO.

Graphique 3.5

Demande int. finale: contributions à la croissance



Source: SECO.

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

	2008	2009	2010	2011	2010	2011					2012		
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	
Consommation privée	1,2	1,8	1,6	1,2	1,9	-0,8	1,7	0,9	3,6	3,7	1,2	0,6	
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	-2,5	3,3	0,7	2,0	4,2	-4,5	7,8	3,6	3,2	-5,1	3,4	6,9	
Formation de capital fixe	0,7	-8,0	4,8	4,0	8,1	9,6	-8,0	1,5	4,1	0,9	-0,1	-2,2	
Construction	0,0	3,0	3,5	2,4	5,1	8,2	-3,9	-2,1	-2,5	-9,8	4,8	1,4	
Biens d'équipement	1,1	-15,5	5,8	5,2	10,6	10,8	-11,2	4,6	9,6	10,6	-3,7	-4,9	
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>3,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>3,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	
<b>Demande intérieure</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>5,0</b>	<b>3,9</b>	<b>0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,9</b>	
Exportations totales	2,9	-7,7	7,8	3,8	7,7	10,3	-1,3	-3,3	-0,3	-0,7	1,6	1,8	
Biens <sup>1</sup>	2,1	-11,1	9,4	6,3	6,3	12,3	3,0	-2,5	8,4	-1,6	-1,7	9,5	
Services	3,4	1,2	3,7	-1,4	12,4	-1,3	-12,5	-12,7	3,3	3,2	-5,5	-5,5	
<b>Demande globale</b>	<b>1,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>4,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,5</b>	
Importations totales	-0,3	-5,2	7,4	4,2	-0,3	3,3	4,0	6,6	-1,7	1,5	0,6	3,1	
Biens <sup>1</sup>	-1,0	-8,3	10,6	3,1	2,6	4,4	-2,8	4,0	1,4	5,9	-2,2	3,2	
Services	0,6	9,0	-1,5	7,3	-10,9	15,5	8,2	5,7	24,6	-1,1	7,0	-7,2	
<b>PIB</b>	<b>2,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>1,9</b>	<b>3,9</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,3</b>	

1 Biens: hors objets de valeur (métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités).  
Source: SECO.

Le recul des investissements en biens d'équipement s'est poursuivi au troisième trimestre sous l'influence d'une nouvelle baisse de l'utilisation des capacités techniques et des incertitudes autour de la conjoncture mondiale. Tous les segments n'ont cependant pas été touchés de manière similaire.

Les investissements en véhicules et en équipements électriques ont diminué, alors que ceux relatifs au traitement électronique des données ont nettement progressé. Les investissements en machines ont, eux aussi, un peu rebondi au troisième trimestre.



## 3.2 Marché du travail

### Hausse du chômage

La situation a continué de s'assombrir sur le marché du travail. Le chômage progresse lentement mais constamment depuis plus d'un an. Entre août et novembre, le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a augmenté de près de 3 600 personnes, le taux de chômage croissant pour s'établir à 3,0% (voir graphique 3.6).

Le chômage partiel est demeuré à un faible niveau au troisième trimestre (voir graphique 3.7).

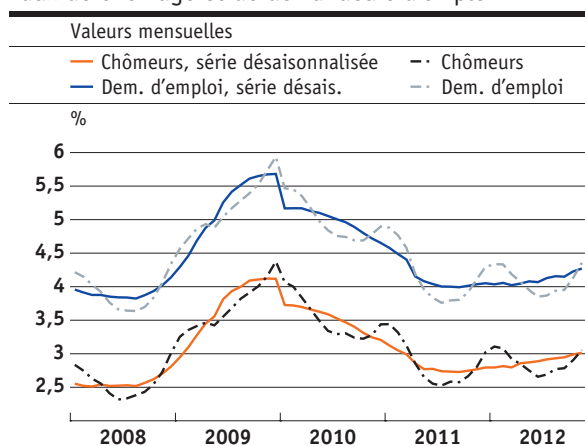
### Croissance inattendue de l'emploi

D'après la statistique officielle de l'emploi (STATEM) de l'OFS, le nombre de postes de travail a en revanche encore augmenté au troisième trimestre. Plein temps et temps partiel confondus, il s'est accru de 2,7%. Exprimé en équivalents plein temps, l'emploi affiche une progression (2,0%) aussi forte qu'au trimestre précédent (voir graphique 3.8).

Ces chiffres sont toutefois empreints d'une grande incertitude, car la STATEM présentait ces dernières années des différences importantes avec la statistique de la population active occupée (SPA0). Contrairement à la STATEM, la SPA0 indique un net tassement de la croissance de l'emploi. Toutefois, pour la SPA0, seuls sont disponibles actuellement les chiffres jusqu'au deuxième trimestre. D'autres indicateurs reflètent, en majorité, un ralentissement sur le marché du travail et remettent quelque peu en question l'intensité de la dynamique présentée par la statistique de l'emploi.

Graphique 3.6

Taux de chômage et de demandeurs d'emploi

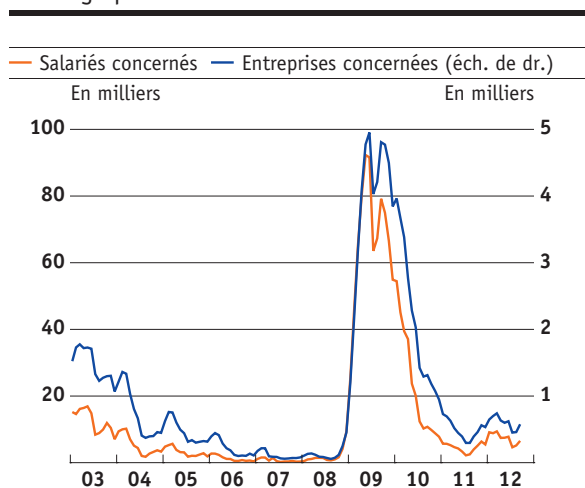


Chômeurs et demandeurs d'emploi inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des actifs d'après le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes) jusqu'à 2009 et d'après le recensement de la population de 2010 (4 322 899 personnes) à partir de 2010.

Source: SECO.

Graphique 3.7

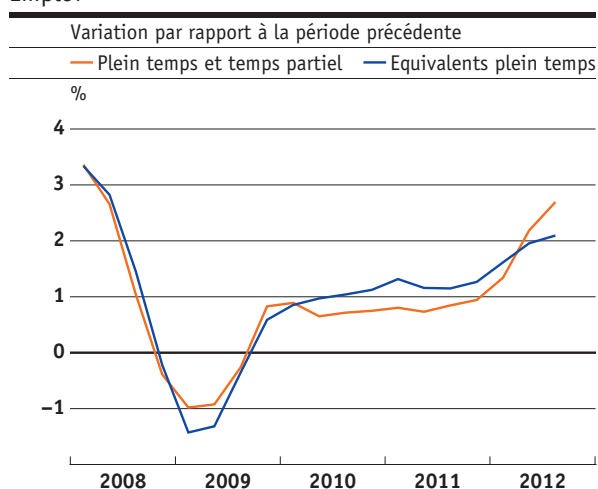
Chômage partiel



Source: SECO.

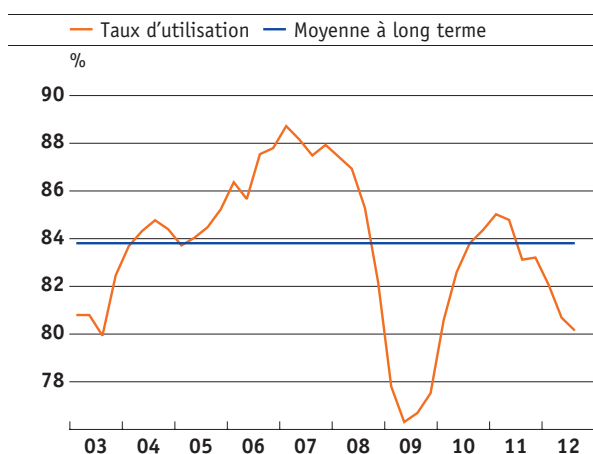
Graphique 3.8

Emploi



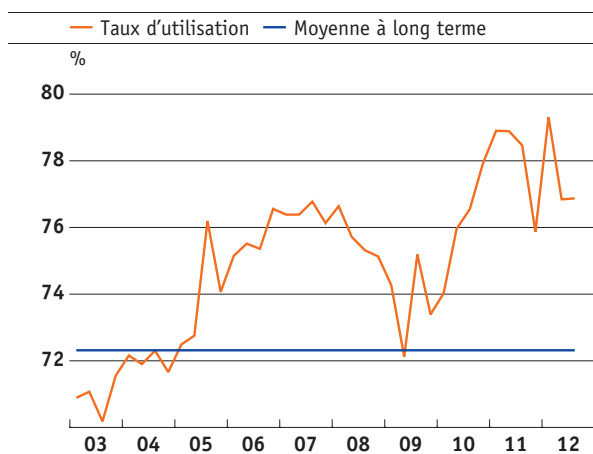
Source: OFS (correction des variations saisonnières: BNS).

Graphique 3.9  
Utilisation des capacités dans l'industrie



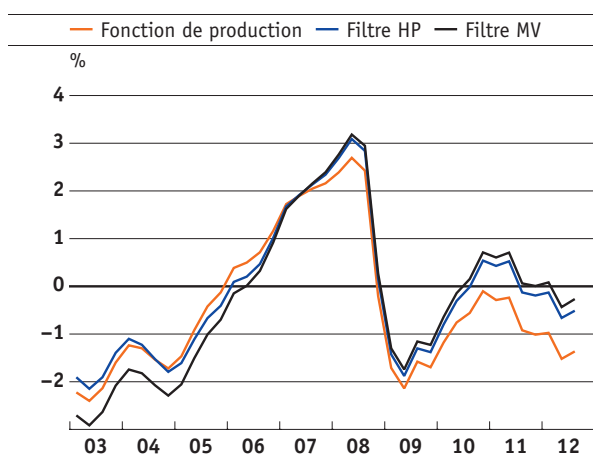
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.10  
Utilisation des capacités dans la construction



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.11  
Ecart de production



Source: BNS.

### 3.3 Utilisation des capacités de production

#### Utilisation en baisse dans l'industrie

Selon une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'utilisation des capacités techniques a diminué dans l'industrie manufacturière au troisième trimestre pour s'établir à 80,2%. Elle demeure ainsi inférieure à sa moyenne à long terme (voir graphique 3.9). L'utilisation des capacités techniques est en revanche très forte dans la construction, où le taux d'utilisation des machines (77,3%) était au troisième trimestre nettement supérieur à la moyenne à long terme (voir graphique 3.10). De nombreuses entreprises interrogées par le Centre de recherches conjoncturelles font donc état de capacités insuffisantes en ce qui concerne les machines et les outils, et d'un manque de main-d'œuvre. Dans le secteur des services, le taux d'utilisation est resté moyen dans l'ensemble. Il demeure toutefois bas dans l'hôtellerie et la restauration, probablement en raison de la fermeté du franc et de la faiblesse conjoncturelle à l'étranger.

#### Ecart de production négatif

L'écart de production, qui correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie, indique le degré d'utilisation des facteurs de production d'une économie. La nette hausse du PIB a provisoirement un peu comblé l'écart de production négatif au troisième trimestre. Le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production indique que cet écart s'inscrivait à -1,4% au troisième trimestre, contre -1,5% au deuxième trimestre (voir graphique 3.11). D'après les autres méthodes d'évaluation (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), l'écart de production était moins marqué (respectivement -0,5% et -0,3%).

Les diverses estimations reflètent les différences entre les approches adoptées pour calculer le potentiel de production. La méthode de la fonction de production tient compte de la situation sur le marché du travail et du stock de capital de l'économie. Etant donné que le potentiel de travail s'est constamment accru ces dernières années (principalement du fait de l'immigration), le potentiel de production et, par conséquent, l'écart de production estimés selon cette méthode sont plus élevés qu'avec les méthodes basées sur des filtres statistiques.

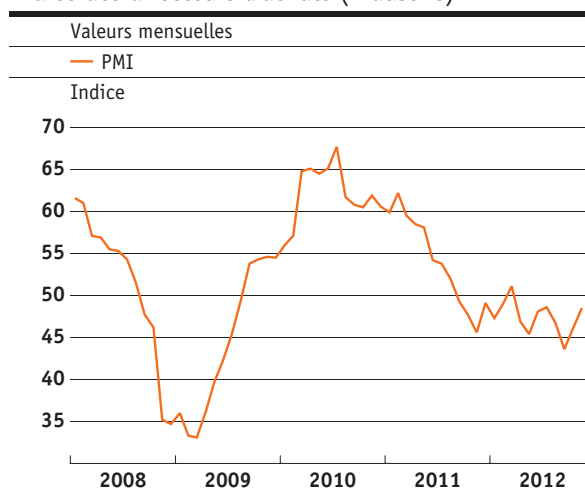
### 3.4 Perspectives économiques

Les perspectives de croissance pour la Suisse n'ont pas subi de changements importants depuis le dernier examen de la situation. La zone euro restera à court terme dans la récession. La conjoncture ne devrait s'améliorer que lentement chez les principaux partenaires commerciaux de la Suisse. Sur la base des indicateurs actuellement disponibles, la BNS s'attend à un nouveau ralentissement marqué de la croissance au quatrième trimestre 2012.

La situation reste sous tension notamment dans l'industrie manufacturière, malgré un redressement provisoire. La faible utilisation des capacités et la demande atténuée à l'étranger continueront de peser sur les investissements. De plus, la demande intérieure devrait évoluer plutôt modestement ces prochains trimestres en raison de la hausse du chômage et d'une progression relativement modérée des revenus.

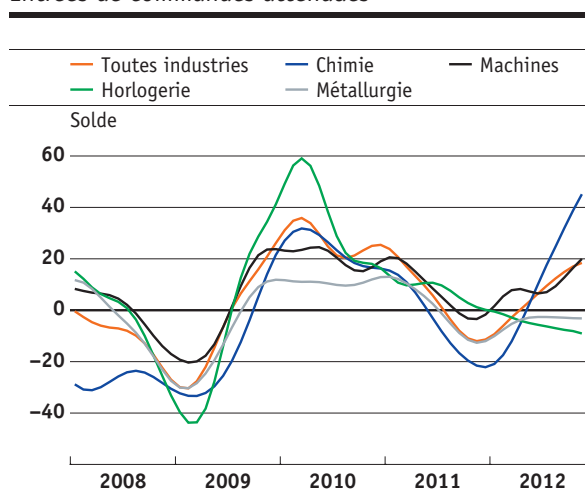
Pour 2012, la BNS continue de tabler sur une croissance du PIB de 1% environ. La modeste reprise économique mondiale devrait permettre à la conjoncture suisse de retrouver un peu de sa vigueur au cours de l'année prochaine. La croissance économique devrait toutefois être comprise entre 1 et 1,5% en 2013, soit à un niveau inférieur à son potentiel. Le chômage devrait encore légèrement augmenter et l'écart de production, rester négatif pour une période prolongée. Les risques d'une dégradation conjoncturelle restent élevés pour la Suisse en raison de la situation internationale fragile.

Graphique 3.12  
Indice des directeurs d'achats (industrie)



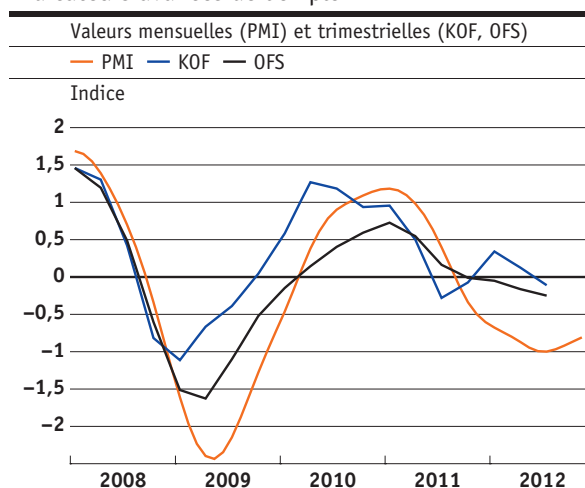
Source: Credit Suisse.

Graphique 3.13  
Entrées de commandes attendues



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.14  
Indicateurs avancés de l'emploi



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

## 4 Prix et anticipations d'inflation

Les agrégats monétaires M1, M2 et M3, qui permettent de mesurer la détention de monnaie par les ménages et les entreprises, ont enregistré une forte croissance ces derniers mois, éveillant la crainte de voir augmenter bientôt l'inflation. Toutefois, aucun signe n'annonce une telle évolution pour le moment. La prévision d'inflation pour la Suisse continue de présenter des valeurs basses. Le taux d'inflation reste négatif. Les pressions inflationnistes demeurent faibles, en raison de la fermeté du franc et des perspectives de croissance peu favorables à l'échelle mondiale. La sous-utilisation des capacités de production en Suisse a par ailleurs un effet modérateur sur les perspectives d'inflation. Les enquêtes sur les anticipations d'inflation montrent que les ménages et les entreprises continuent de s'attendre à des prix stables à moyen terme.

## 4.1 Prix à la consommation

### Renchérissement mesuré à l'IPC toujours négatif

Le renchérissement annuel mesuré à l'indice des prix à la consommation (IPC) s'inscrivait à  $-0,4\%$  en novembre. Deux facteurs ont influé sur l'évolution du taux de renchérissement annuel: d'une part, le recul soudain du niveau des prix survenu en 2011 à la suite de l'appréciation du franc disparaît progressivement de la comparaison sur douze mois, de sorte que l'augmentation du taux annuel observé jusqu'en octobre tend vers zéro. D'autre part, les prix ont encore baissé dans certaines catégories de biens; ainsi, le renchérissement annuel était un peu plus négatif en novembre qu'au mois précédent (voir tableau 4.1).

### Indice suisse des prix à la consommation et composantes

Tableau 4.1

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2011	2011	2012	2012	2012	2012	2012	2012
		4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	Septembre	Octobre	Novembre
<b>IPC, indice général</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>
Biens et services du pays	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Biens	-1,3	-2,1	-2,3	-2,1	-1,8	-1,5	-1,2	-0,8
Services	1,1	1,1	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,3
Services privés (hors loyers)	0,8	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Loyers	1,3	1,2	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,0
Services publics	1,8	1,4	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Biens et services de l'étranger	-0,7	-2,6	-3,4	-3,8	-2,1	-1,7	-1,2	-1,6
Hors produits pétroliers	-2,5	-5,0	-5,2	-4,9	-4,1	-4,0	-3,0	-2,2
Produits pétroliers	9,3	10,5	6,2	2,2	8,7	10,5	8,5	1,5

Sources: BNS et OFS.

### Prix des biens étrangers inférieurs à ceux enregistrés un an auparavant

Le renchérissement annuel négatif des composantes étrangères de l'IPC se situait en novembre au même niveau qu'en août (-1,6%). Les prix des biens négociés sur le plan international ont encore fléchi ces derniers mois. Toutefois, le cours plancher du franc pour l'euro a nettement ralenti le fort recul des prix des biens étrangers observé l'an dernier (voir graphique 4.1).

Le renchérissement annuel des biens suisses a légèrement augmenté, ce qui reflète une inflation des prix moins négative pour les marchandises suisses. En revanche, le taux de renchérissement des services a diminué pour s'établir à 0,3% (voir graphique 4.2). Ce repli tient principalement aux loyers, qui ont légèrement baissé au cours des trois derniers trimestres et s'inscrivaient en novembre au même niveau qu'il y a un an.

### Inflation sous-jacente faible et stable

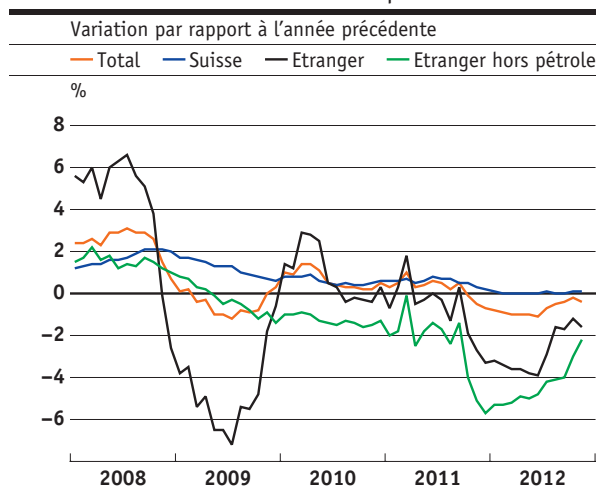
Les taux d'inflation sous-jacente montrent que la tendance du renchérissement annuel s'est stabilisée à un faible niveau (voir graphique 4.3).

La moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15), qui exclut chaque mois les biens et les services dont les prix ont enregistré les plus fortes variations à la hausse et à la baisse (15% dans les deux cas), est quasiment restée à zéro. Le taux d'inflation sous-jacente de l'OFS, qui contrairement à la TM15 laisse toujours de côté les mêmes biens IPC (produits frais et saisonniers, énergie et carburants), est légèrement inférieur à la TM15. Au cours des derniers trimestres, il a été fortement influencé par l'appréciation du franc survenue en 2011 et a même reculé davantage que le renchérissement mesuré à l'IPC. Le fait que l'OFS1 se rapproche de la TM15 peut s'expliquer par la disparition progressive de l'effet de base lié à cette appréciation.

Tout comme la TM15, la *dynamic factor inflation* (DFI) calculée par la BNS ne reflète aucune modification de la pression à la hausse sur les prix. La DFI extrait la tendance inflationniste en tant que composante commune d'un grand nombre d'indicateurs réels et monétaires.

Graphique 4.1

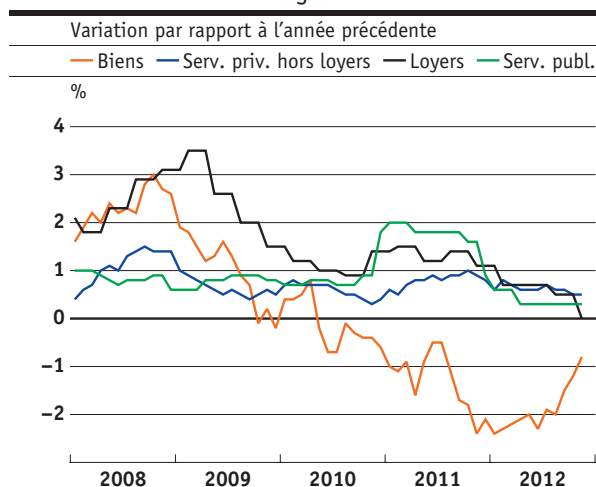
IPC: biens et services suisses et importés



Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

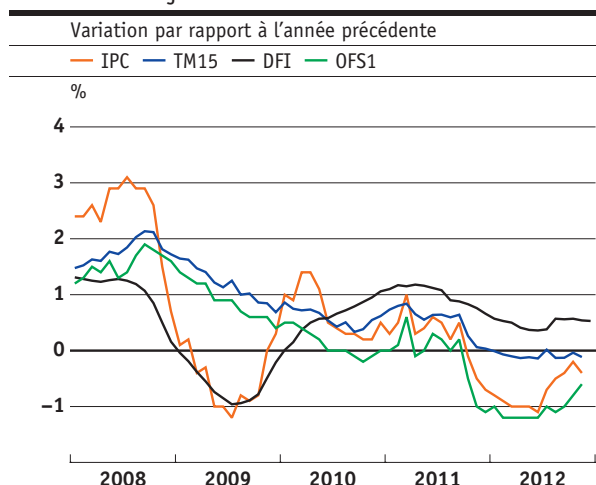
IPC: biens et services d'origine suisse



Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

Inflation sous-jacente



Sources: BNS et OFS.

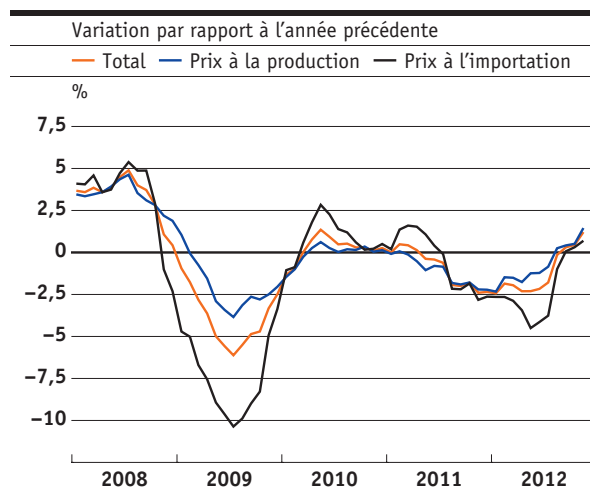
## 4.2 Prix à la production et à l'importation

### Renchérissment annuel des prix de l'offre totale pour la première fois depuis avril 2011

Pour la première fois depuis avril 2011, le renchérissement annuel des prix de l'offre totale a retrouvé des valeurs positives en septembre 2012. En novembre, les prix à la production et à l'importation étaient respectivement supérieurs de 1,5% et de 0,7% à leur niveau de la même période de l'année précédente. Cette progression du taux de renchérissement annuel tient principalement à la disparition d'un effet de base. L'observation du renchérissement d'une période à l'autre montre que les indices des prix sont stables dans la plupart des catégories de biens. Des mouvements notables n'ont été constatés que pour les matières premières.

Dans l'ensemble, l'évolution des prix de l'offre indique que le cours plancher pour l'euro a exercé un effet stabilisateur et non inflationniste. Actuellement, les prix de l'offre ne traduisent aucune pression à la hausse sur les prix à la consommation, situés en aval.

Graphique 4.4  
Prix de l'offre totale



Source: OFS.

## 4.3 Prix de l'immobilier

### Forte hausse ininterrompue des prix de l'immobilier résidentiel

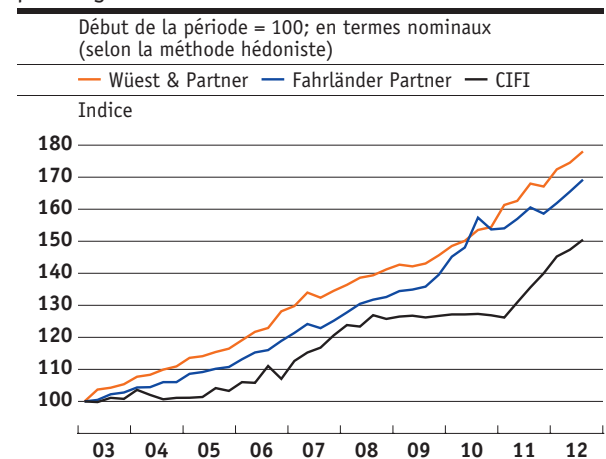
La forte hausse des prix sur le marché de l'immobilier résidentiel s'est poursuivie au troisième trimestre. Les indices des différents prestataires (Wüest & Partner, Fahrländer Partner et CIFI) reflètent un accroissement vigoureux des prix de transactions, notamment pour les appartements en propriété (voir graphique 4.5). De plus, d'après Wüest & Partner, les prix de l'offre ont aussi sensiblement progressé. Leur léger recul au trimestre précédent n'était donc que provisoire.

La persistance d'une forte hausse des prix ces dernières années accroît les risques de surchauffe sur le marché de l'immobilier résidentiel.

### Ecart durable entre l'augmentation des loyers offerts et des loyers en cours

Au troisième trimestre, les loyers des appartements proposés sur le marché (loyers offerts) étaient toujours nettement supérieurs à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente (voir graphique 4.6). Les loyers des contrats de bail existants (loyers en cours) n'ont par contre guère augmenté en comparaison annuelle. Les loyers en cours sont légalement liés au taux de référence, qui a été abaissé à 2,25% le 2 juin 2012 et continue ainsi d'exercer une pression à la baisse sur ceux-ci.

Graphique 4.5  
Prix de transaction des appartements en propriété par étage



Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest & Partner.

## 4.4 Anticipations d'inflation

### Anticipations d'inflation à court terme toujours faibles

Les résultats des enquêtes menées auprès des ménages et des experts indiquent que les anticipations d'inflation à court et moyen terme se situent encore à un faible niveau.

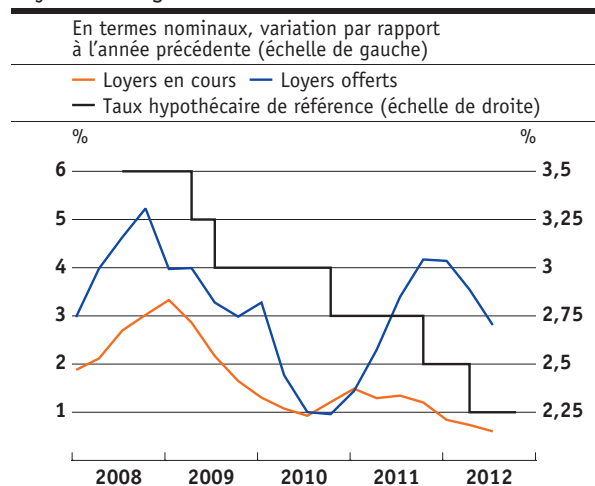
D'après l'enquête réalisée en octobre par le SECO auprès des ménages, les attentes concernant l'évolution des prix n'ont pratiquement pas changé ces derniers mois. Comme au trimestre précédent, 41% des ménages tablent sur des prix stables durant les douze prochains mois. La part des ménages escomptant une hausse des prix a légèrement progressé pour s'établir à 47%, tandis que celle des ménages espérant des prix plus faibles a un peu diminué pour s'inscrire à 12% (voir graphique 4.7).

Selon le rapport sur le marché financier établi par le Credit Suisse et le ZEW (Credit Suisse ZEW Financial Market Report), la grande majorité des analystes interrogés (61%) prévoyait en novembre des taux de renchérissement annuels inchangés

pour les six prochains mois. Seuls quelques-uns (5%) s'attendent à une baisse, alors que près d'un tiers table sur une hausse. La part des personnes interrogées escomptant un accroissement des taux de renchérissement a légèrement augmenté par rapport au mois d'août.

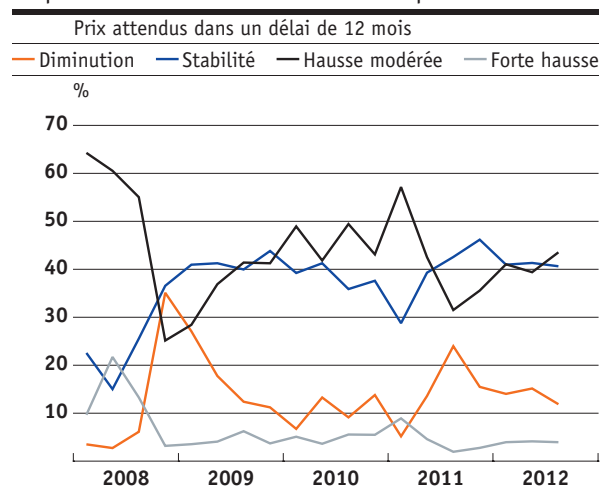
Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés avec des entreprises à travers toute la Suisse et l'enquête qu'organise régulièrement Deloitte auprès des CFO et des directeurs financiers de sociétés domiciliées en Suisse fournissent des indications sur les anticipations d'inflation quantitatives. Il ressort des entretiens réalisés au quatrième trimestre par les délégués de la BNS que ces anticipations sont encore très modérées (0,1%) pour les six à douze prochains mois. Les résultats de l'enquête de Deloitte effectuée au troisième trimestre montrent que les personnes interrogées s'attendent à un taux de renchérissement de 1,2% dans deux ans. Les anticipations d'inflation continuent donc de se situer dans une fourchette compatible avec la stabilité des prix telle qu'elle est définie par la BNS.

Graphique 4.6  
Loyers des logements et taux d'intérêt de référence



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

Graphique 4.7  
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Sources: BNS et SECO.

## 5 Evolution monétaire

La situation monétaire et financière est demeurée pratiquement inchangée depuis l'été. Sur le marché monétaire en francs, les taux d'intérêt sont restés proches de zéro. Le Libor à trois mois a chuté, passant de 9 points de base à la mi-juin à seulement 1 point de base actuellement. Les taux d'intérêt sur le marché des pensions de titres sont restés majoritairement négatifs. Le rendement des obligations de la Confédération à dix ans a touché un nouveau plancher historique. Ces éléments montrent que la demande de placements sûrs est toujours forte.

Les fluctuations du cours du franc ont surtout reflété, ces derniers mois également, les variations dans l'évaluation des risques par les acteurs du marché. La pression à la hausse sur le franc suisse s'est réduite après que la BCE a annoncé début septembre qu'elle achèterait, en quantité illimitée et sous certaines conditions, des obligations d'Etats en crise de la zone euro.

Dans le contexte de taux bas qui caractérise actuellement l'environnement mondial, le cours plancher est nécessaire pour garantir un cadre monétaire approprié en Suisse. Les incertitudes vont demeurer à l'échelle internationale dans un avenir proche, ce qui stimule la demande de placements sûrs. La situation reste donc fragile sur le marché des changes, même si les mesures prises par la BCE l'ont quelque peu apaisée.

En Suisse, les marchés hypothécaire et de l'immobilier résidentiel restent extrêmement dynamiques. Les prêts hypothécaires ont continué d'afficher une croissance élevée par rapport à l'activité économique. La hausse des prix de l'immobilier s'est également poursuivie à un niveau élevé. Les risques pour la stabilité financière s'en sont encore accrus.

### 5.1 Mesures de politique monétaire depuis mi-septembre

#### **Poursuite de la politique monétaire annoncée en septembre 2011**

Ces derniers mois, la BNS a poursuivi la politique monétaire annoncée en septembre 2011 et réaffirmée lors des examens ultérieurs de la situation économique et monétaire. Le 6 septembre 2011, elle avait fixé un cours plancher de 1,20 franc pour un euro après avoir, en août, réduit la marge de fluctuation du Libor à trois mois en francs – cette marge a ainsi été ramenée à 0%–0,25% – et accru fortement les liquidités.

#### **Stabilisation des avoirs à vue à la BNS**

Les avoirs à vue à la BNS ont augmenté faiblement depuis l'examen de la situation économique et monétaire de septembre 2012. Ces avoirs s'élevaient à 372,6 milliards de francs dans la semaine du 3 au 7 décembre 2012 (la dernière semaine avant l'examen de la situation de mi-décembre), contre 370,7 milliards dans la dernière semaine avant l'examen de la situation de mi-septembre. Dans la période comprise entre ces deux examens de la situation économique et monétaire, ils atteignaient en moyenne 373,1 milliards de francs. De ce montant, 292,5 milliards de francs revenaient aux avoirs en comptes de virement des banques en Suisse; le solde, soit 80,6 milliards de francs, était constitué des autres avoirs à vue.

#### **Réserves excédentaires des banques à un niveau élevé**

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales étaient de 12,9 milliards de francs en moyenne de la période allant du 20 août au 19 novembre 2012. Par rapport à la période précédente (du 20 mai au 19 août 2012), elles ont augmenté de 1,2 milliard de francs. Les banques dépassaient en moyenne d'environ 284,1 milliards de francs l'exigence légale (233,7 milliards à la période précédente). Ainsi, les réserves excédentaires des banques étaient toujours à un niveau extrêmement élevé.



## 5.2 Taux d'intérêt sur les marchés monétaire et des capitaux

### Taux d'intérêt toujours bas sur le marché monétaire

Sur le marché monétaire, le volume des opérations est resté faible, et les taux d'intérêt n'ont guère varié d'un trimestre à l'autre (voir graphique 5.1). Le Libor à trois mois a diminué, passant de 0,05% mi-septembre à 0,01% mi-décembre 2012. Les taux d'intérêt appliqués aux pensions de titres étaient pour la plupart inférieurs à zéro.

### Taux d'intérêt à long terme marqués par la demande de placements sûrs

La demande de placements sûrs a augmenté de nouveau, au quatrième trimestre, lorsque l'incertitude liée à la crise au sein de la zone euro est revenue plus fortement sur le devant de la scène. Aussi les rendements des emprunts à moyen et à long terme de la Confédération ont-ils fléchi pour s'établir, en décembre, à leurs plus bas niveaux historiques. Le rendement des emprunts fédéraux à dix ans s'est inscrit par moments légèrement au-dessus de 0,4%.

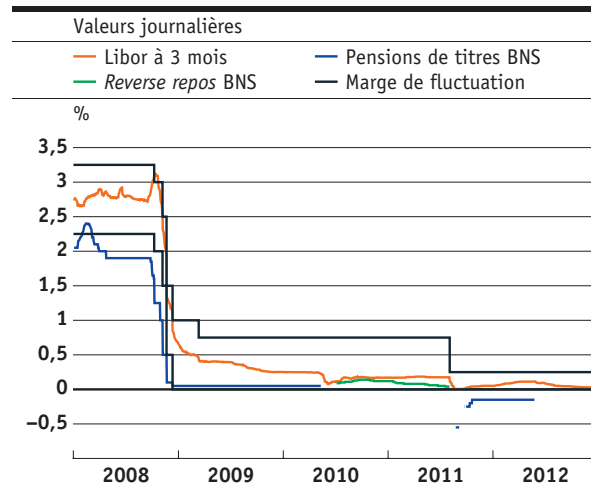
### Courbe des rendements légèrement plus plate

Par rapport à la situation observée en septembre, la courbe des rendements pour les emprunts de la Confédération s'est légèrement aplatie (voir graphique 5.2). Cette évolution a découlé du repli des rendements à long terme. Ainsi, l'écart entre le rendement des obligations fédérales à dix ans et le Libor à trois mois s'établissait à un peu moins de 0,5 point mi-décembre, contre 0,6 point mi-septembre. En comparaison historique, ces écarts sont très faibles.

### Taux d'intérêt réels toujours à de bas niveaux

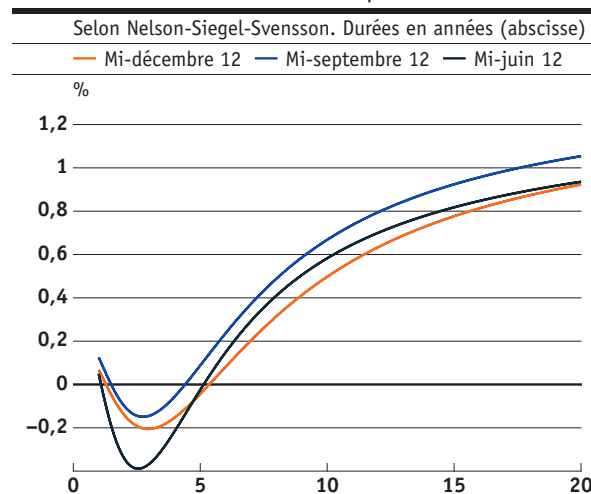
Depuis mi-septembre, le taux d'intérêt réel à dix ans s'est maintenu, selon une estimation, à environ 0,1%. Le taux d'intérêt réel qui fait l'objet du graphique 5.3 est calculé en prenant le rendement des obligations à dix ans de la Confédération et l'inflation attendue dans la même période, inflation qui est estimée à l'aide d'un modèle VAR.

Graphique 5.1  
Taux d'intérêt à court terme



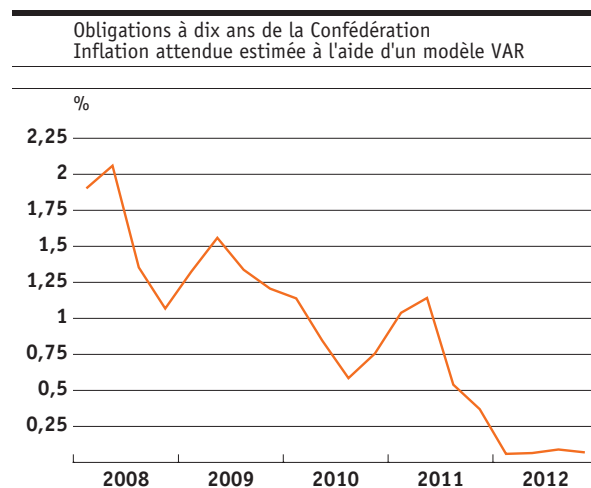
Sources: Bloomberg, BNS et Reuters.

Graphique 5.2  
Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



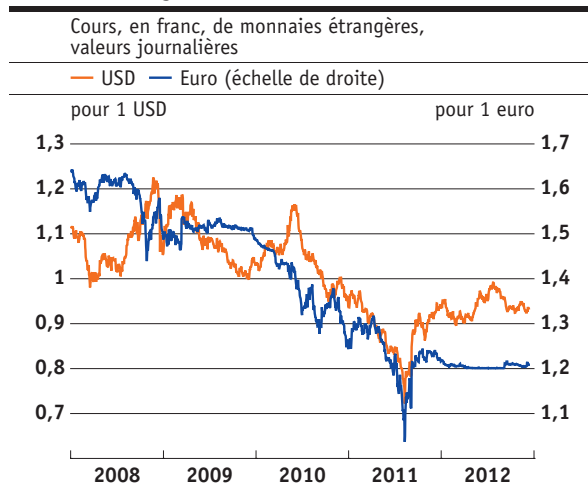
Source: BNS.

Graphique 5.3  
Taux d'intérêt réel estimé



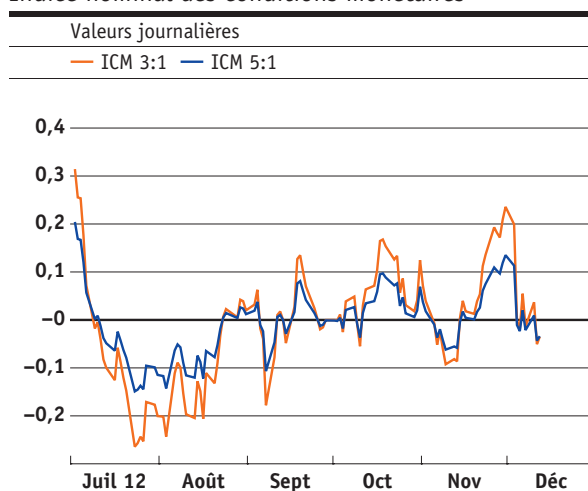
Source: BNS.

Graphique 5.4  
Cours de change



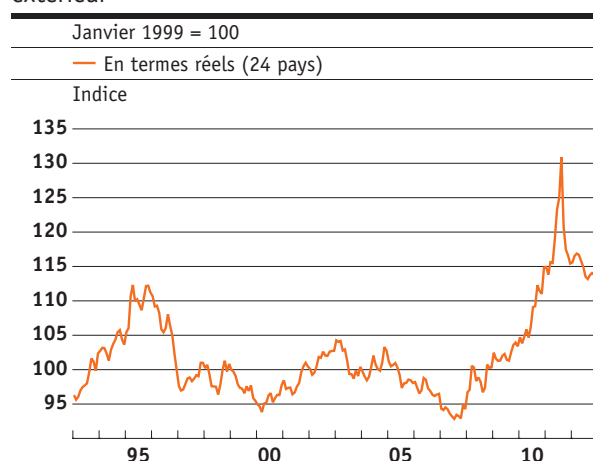
Source: BNS.

Graphique 5.5  
Indice nominal des conditions monétaires



Source: BNS.

Graphique 5.6  
Valeur extérieure du franc pondérée par le commerce extérieur



Source: BNS.

## 5.3 Cours de change

### Cours marqués par des changements dans l'appréciation des risques

Ces derniers mois, le franc a fluctué en fonction surtout des changements intervenus dans l'appréciation des risques par les opérateurs sur les marchés. La BCE ayant décidé, début septembre, d'acquiescer des titres de la dette de pays en crise de la zone euro, à certaines conditions et sans limite quantitative, dans le cadre de son programme d'opérations monétaires sur titres (OMT), l'euro s'est raffermi, passant de 1,20 à 1,21 franc. En novembre, l'inquiétude au sujet d'une détérioration de la situation financière au sein de la zone euro a augmenté. Le cours de l'euro s'est alors rapproché du plancher fixé par la BNS en septembre 2011. Il s'est légèrement redressé en décembre, après l'annonce par les grandes banques en Suisse de mesures contre l'afflux de fonds en provenance de banques étrangères.

Face au franc, le dollar des Etats-Unis a fluctué davantage que l'euro. A la suite des décisions de politique monétaire que la Réserve fédérale et la BCE ont prises en septembre, l'euro et le franc se sont tout d'abord raffermis vis-à-vis du dollar. Après un affaiblissement passager en novembre, le franc est actuellement, face au dollar, un peu plus ferme qu'à la mi-septembre. Depuis le dernier examen de la situation, le franc s'est aussi apprécié légèrement en données pondérées par les exportations.

### Conditions monétaires pratiquement inchangées

En dépit de la légère appréciation du franc, les conditions monétaires n'ont pas varié sensiblement. Depuis le dernier examen de la situation, l'indice des conditions monétaires (ICM) est resté relativement stable (voir graphique 5.5). L'ICM intègre les variations du Libor à trois mois et de la valeur extérieure du franc en données nominales pondérées par les exportations. Afin de tenir compte des incertitudes liées aux effets relatifs des fluctuations des taux d'intérêt et des cours de change, l'ICM est calculé avec deux pondérations différentes (3:1 et 5:1). Il est remis à zéro après chaque examen de la situation économique et monétaire. Si l'indice évolue dans la zone positive, il faut y voir un durcissement des conditions monétaires.

### Valeur extérieure du franc élevée en termes réels

Depuis août, la valeur extérieure du franc, en données réelles pondérées par les exportations, a augmenté d'environ 1% (voir graphique 5.6). Cette hausse reflète principalement l'appréciation du franc, en termes nominaux, par rapport au dollar des Etats-Unis et au yen. En termes réels, la valeur extérieure du franc est toujours nettement au-dessus de sa moyenne à long terme, mais aussi de son niveau record de 1995. Le franc continue donc à évoluer à un niveau élevé.

## 5.4 Marché des actions

### Performance annuelle positive du SMI

Depuis mi-septembre, aucune tendance claire ne s'est dessinée sur les marchés des actions. Les indices se sont quelque peu repliés aux Etats-Unis et sont restés inchangés dans la zone euro, mais ont progressé au Japon et en Suisse. En décembre, le Swiss Market Index (SMI) a augmenté, s'établissant une nouvelle fois à un niveau record (voir graphique 5.7).

### Faible volatilité attendue

Mesurée à l'indice de volatilité, l'incertitude a diminué au cours de l'année. Fin novembre, l'indice de la volatilité du SMI attendue pour les trente prochains jours s'inscrivait à son niveau le plus bas de l'année. En outre, un tel niveau n'avait plus été observé depuis 2005. On ne saurait toutefois en déduire que les marchés financiers sont entrés dans une phase durable d'apaisement.

### Hausse des valeurs financières

Comme le montre le graphique 5.8, les cours des actions ont évolué, ces trois derniers mois, de manière similaire, quelle que soit la branche du Swiss Performance Index (SPI). La plus forte hausse a été enregistrée par l'indice partiel des prestataires de services financiers, qui a progressé grâce au titre UBS. Cette hausse traduit la réaction positive des marchés après la décision d'UBS, annoncée fin octobre, de réduire la voilure dans le domaine de la banque d'affaires.

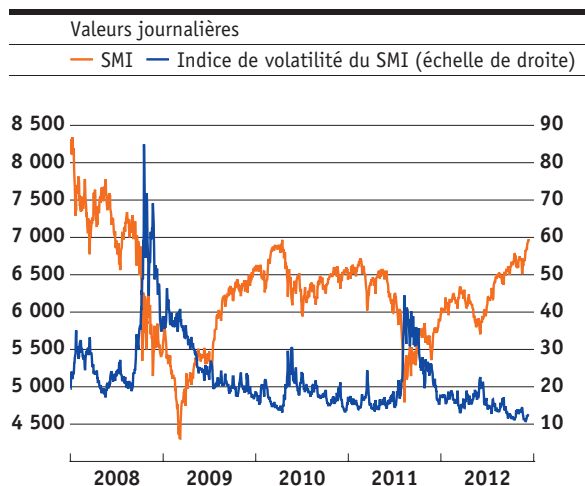
## 5.5 Agrégats monétaires et crédits bancaires

### Stabilisation de la monnaie centrale

La monnaie centrale, qui est constituée des billets en circulation et des avoirs que les banques en Suisse détiennent en comptes de virement à la BNS, s'est stabilisée, depuis septembre, à un niveau légèrement supérieur à 350 milliards de francs (voir graphique 5.9). La stabilisation est intervenue après la décision prise par la BCE, début septembre, d'acquiescer, à certaines conditions et sans limite quantitative, des titres de la dette de pays en crise de la zone euro. Au cours des mois précédents, les achats de devises que la BNS a dû effectuer pour faire prévaloir le cours plancher de l'euro avaient engendré un fort accroissement des avoirs en comptes de virement et, partant, de la monnaie centrale.

Graphique 5.7

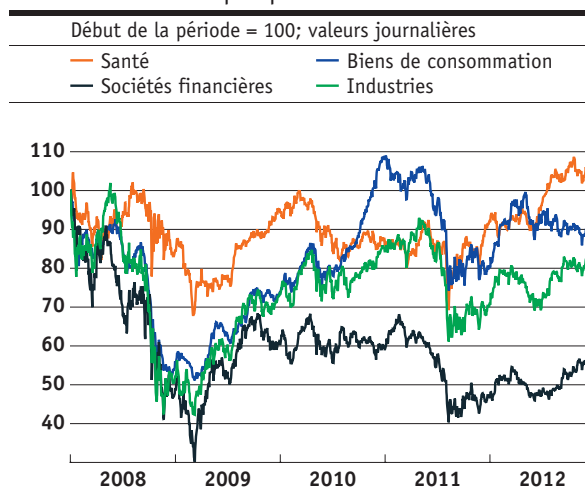
Cours des actions et volatilité



Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 5.8

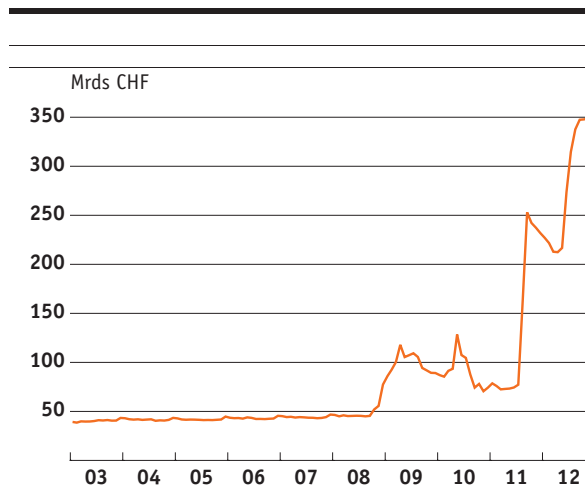
SPI – Evolution de quelques branches



Source: Thomson Financial Datastream.

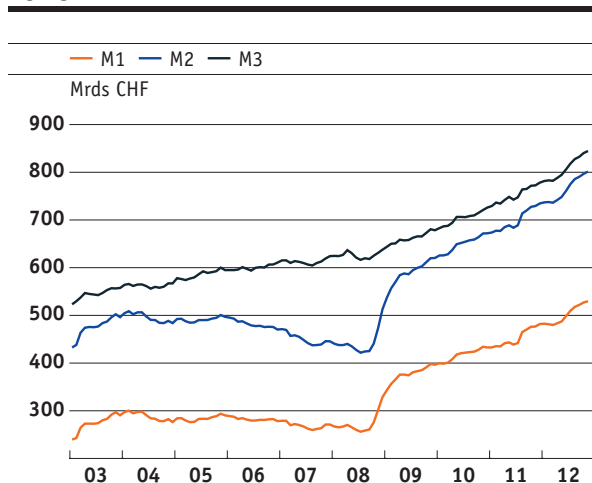
Graphique 5.9

Monnaie centrale



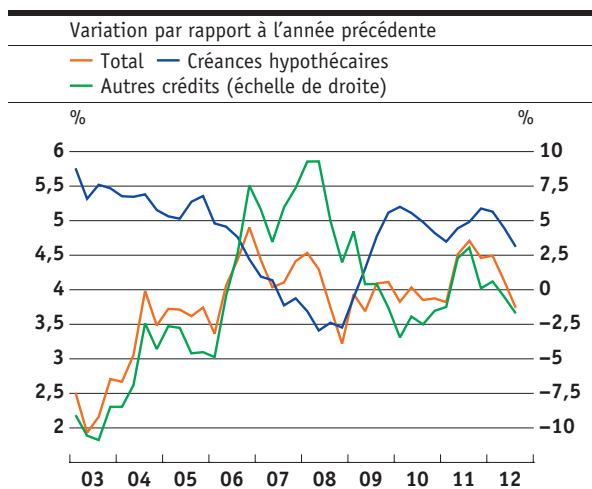
Source: BNS.

Graphique 5.10  
Agrégats monétaires



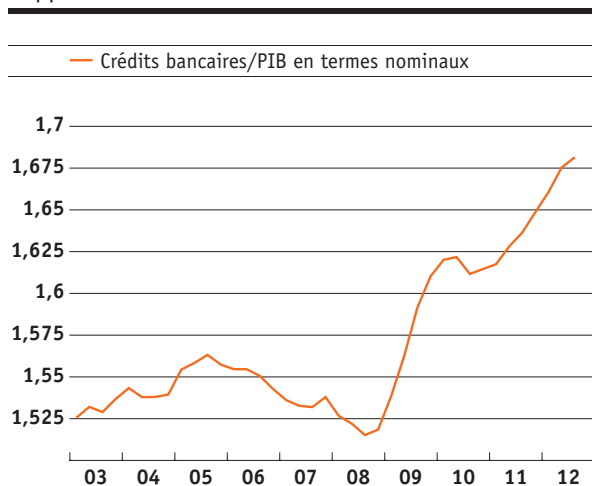
Source: BNS.

Graphique 5.11  
Evolution des crédits bancaires en CHF



Source: BNS.

Graphique 5.12  
Rapport entre crédits bancaires et PIB



Source: BNS.

### Poursuite de l'expansion des agrégats monétaires au sens large

En dépit de la stabilisation des avoirs que les banques détiennent à la BNS, les agrégats monétaires au sens large, qui permettent de mesurer la détention de monnaie par les ménages et les entreprises (hormis les banques), ont continué à croître vigoureusement au cours des derniers mois (voir graphique 5.10). En novembre, l'agrégat M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 11,1% son niveau du mois correspondant de l'année précédente. Dans la même période, M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont augmenté de respectivement 9,9% et 9,3% (voir tableau 5.1). La forte expansion de ces agrégats continue à refléter principalement l'activité des banques dans le domaine des crédits et des dépôts, activité qui est stimulée par le bas niveau des taux d'intérêt.

### Léger ralentissement de la croissance des prêts hypothécaires

Au troisième trimestre, les crédits bancaires dépassaient de 3,7% leur niveau de la même période de l'année précédente. Ainsi, leur croissance a légèrement faibli (voir tableau 5.1).

Ce ralentissement de l'expansion des crédits bancaires a découlé des prêts hypothécaires. Le taux annuel de croissance de ces prêts – ceux-ci constituent les quatre cinquièmes environ des crédits bancaires – a légèrement diminué, poursuivant ainsi le mouvement de repli observé les deux trimestres précédents (voir graphique 5.11). Une ventilation selon les catégories de débiteurs montre que le ralentissement est dû principalement aux hypothèques accordées aux entreprises du secteur privé. Cette évolution est corroborée par ce qui ressort d'une enquête menée par la BNS auprès des banques (Bank Lending Survey<sup>1</sup>). Selon cette enquête, la demande de crédits de la part des entreprises a légèrement diminué. Par contre, la croissance des prêts hypothécaires accordés aux ménages est restée relativement stable.

1 Il s'agit d'une enquête menée par la BNS sur les conditions appliquées par les banques à leurs crédits. Depuis début 2008, cette enquête est effectuée chaque trimestre auprès de vingt banques représentant 85% du marché des crédits en Suisse.

	2011	2011	2012			2012		
		4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	Septembre	Octobre	Novembre
<b>M1</b>	<b>8,6</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>11,0</b>	<b>12,5</b>	<b>11,0</b>	<b>10,7</b>	<b>11,1</b>
<b>M2</b>	<b>7,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,0</b>	<b>9,4</b>	<b>10,8</b>	<b>9,8</b>	<b>9,5</b>	<b>9,9</b>
<b>M3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>8,9</b>	<b>8,8</b>	<b>8,9</b>	<b>9,3</b>
<b>Crédits bancaires, total<sup>1,3</sup></b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	
Créances hypothécaires <sup>1,3</sup>	4,9	5,2	5,2	4,9	4,6	4,4	4,6	
Ménages <sup>2,3</sup>	4,5	4,8	5,1	5,0	4,7	4,5	4,6	
Entreprises privées <sup>2,3</sup>	5,6	6,1	5,3	4,9	4,3	4,0	4,6	
Autres crédits <sup>1,3</sup>	0,7	0,4	-0,1	-1,1	-0,8	-0,2	-0,1	
gagés <sup>1,3</sup>	4,3	1,6	1,8	-0,9	3,2	3,5	8,8	
non gagés <sup>1,3</sup>	-1,5	-0,4	-1,3	-1,2	-3,3	-2,6	-5,7	

1 Bilans mensuels.

2 Statistique sur l'encours des crédits.

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

Source: BNS.

Les autres crédits ont reculé de 0,8% entre le troisième trimestre 2011 et la période correspondante de 2012. Depuis l'éclatement de la crise financière et économique, ils marquent une tendance modérée.

#### **Accroissement des crédits bancaires et PIB**

Bien que leur croissance ait faibli, les crédits bancaires continuent à progresser plus rapidement que le PIB nominal. Le rapport entre les crédits et le PIB nominal n'a ainsi pas cessé d'augmenter. Après une sensible hausse dans les années 1980, ce

rapport était resté assez stable jusqu'au milieu de 2008. Depuis le début de la crise financière, il est reparti très nettement à la hausse (voir graphique 5.12). Cette évolution incite à penser que les banques, par leurs crédits, ont soutenu la demande globale. Une forte expansion des crédits bancaires engendre toutefois des risques pour la stabilité financière. L'expérience montre qu'une expansion excessive des crédits est souvent à l'origine d'une instabilité, dans une phase ultérieure, au sein du secteur bancaire.

# Tendances conjoncturelles

## Réseau économique régional de la BNS

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de décembre 2012 de la situation économique et monétaire

### Quatrième trimestre 2012

Les délégués de la Banque nationale suisse aux relations avec l'économie régionale sont en contact permanent avec des entreprises des divers secteurs et branches de l'économie. Leurs rapports, qui rendent compte de l'appréciation des entreprises, constituent une source d'informations précieuse pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats des entretiens qui ont été menés durant les mois d'octobre et de novembre 2012 sont résumés ci-après. Au cours de ces entrevues, 244 représentants de différentes branches économiques se sont exprimés sur la situation actuelle et future de leur entreprise et sur l'évolution de la conjoncture. Les entreprises sont sélectionnées de façon à refléter la structure sectorielle de la Suisse. La valeur de référence est le PIB, agriculture et services publics exclus. La sélection d'entreprises varie d'un trimestre à l'autre.

Régions	Délégués
Genève	Marco Föllmi Jean-Marc Falter
Mittelland	Martin Wyss
Suisse centrale	Walter Näf
Suisse du Nord-Ouest	Daniel Hanimann
Suisse italienne	Fabio Bossi
Suisse orientale	Jean-Pierre Jetzer
Vaud-Valais	Aline Chabloz
Zurich	Markus Zimmerli

## Résumé

Les résultats de l'enquête indiquent qu'au quatrième trimestre 2012, l'activité économique s'est maintenue au même niveau qu'au trimestre précédent. La marche des affaires s'est légèrement améliorée dans les services tandis qu'elle a stagné dans l'industrie et la construction. Les disparités entre secteurs se sont atténuées. L'industrie d'exportation a connu un ralentissement partiel; en revanche, la dynamique de la demande intérieure est restée inchangée. L'importance toujours aussi capitale du cours plancher a été soulignée à de nombreuses reprises.

La pression sur les marges s'étant maintenue, les entrepreneurs se voient contraints de continuer à optimiser les processus, à réduire les coûts et à accroître la productivité. La demande de main-d'œuvre s'est stabilisée dans l'ensemble au niveau atteint le trimestre précédent.

Pour les prochains mois, les perspectives de progression des chiffres d'affaires en termes réels sont restées modérément positives dans tous les secteurs. La demande de personnel devrait encore stagner. Dans l'industrie et les services, l'utilisation moyenne des capacités techniques de production et de l'infrastructure est jugée normale, tandis qu'elle est de nouveau estimée plutôt élevée dans la construction.

La crise de la dette souveraine en Europe continue d'alimenter les principales craintes au sujet de l'évolution future, bien que dans une mesure moindre. La conjoncture mondiale faiblissante contribue à l'incertitude, et l'évolution des cours de change retient toujours l'attention de nombreux entrepreneurs.

# 1 Marche des affaires

## Industrie

Dans l'industrie manufacturière, la marche des affaires est restée stable. Les chiffres d'affaires réels ont conservé les niveaux enregistrés le trimestre précédent. Aucun changement n'a non plus été observé par rapport au quatrième trimestre 2011. La situation est toutefois très contrastée selon les branches et les entreprises. La problématique des cours de change est demeurée au centre des préoccupations dans nombre de branches en dépit du succès manifeste des mesures prises jusqu'ici en vue d'accroître la productivité.

Dans l'industrie chimique, l'horlogerie, le secteur des équipements électriques et l'industrie alimentaire, les chiffres d'affaires ont progressé par rapport au troisième trimestre. Les fournisseurs de l'industrie horlogère ont enregistré un fléchissement de la croissance, jusqu'alors très dynamique, de leurs chiffres d'affaires. Cela ne concerne toutefois pas le segment du luxe. Dans l'industrie pharmaceutique, les chiffres d'affaires réels sont restés stables par rapport au trimestre précédent; Par contre, ils ont reculé dans la métallurgie et l'industrie des machines ainsi que dans l'industrie textile et l'habillement.

Les entreprises exportatrices font état d'une demande parfois hésitante des pays émergents d'Asie, notamment de Chine. La demande provenant des Etats-Unis, d'Amérique du Sud, des pays arabes et de Russie s'est maintenue à un niveau relativement satisfaisant, celle des pays européens a été soutenue surtout par l'Allemagne, la Scandinavie et l'Europe de l'Est. La récession est perceptible dans de nombreux Etats du Sud de l'Europe. La demande intérieure, en revanche, demeure relativement robuste.

## Construction

Dans la construction, les chiffres d'affaires réels ont stagné par rapport au troisième trimestre; l'essor observé au trimestre précédent ne s'est donc pas poursuivi. Les chiffres d'affaires restent néanmoins nettement supérieurs au niveau enregistré un an auparavant. Des conditions météorologiques favorables et le besoin de rattrapage qui subsistait depuis le premier trimestre 2012 ont été profitables à la marche des affaires.

Le bâtiment a poursuivi son évolution vigoureuse, notamment dans la construction de logements. Le génie civil et le second œuvre, quant à eux, ont enregistré des chiffres d'affaires équivalents à ceux du troisième trimestre. Dans la construction d'immeubles industriels et artisanaux, l'activité est restée modérée.

Les risques pesant sur le marché immobilier ont de nouveau été évoqués. Au niveau de la politique en matière de crédits, de premiers effets modérateurs sont perceptibles depuis l'entrée en vigueur, en juillet dernier, des règles de conduite pour les banques. Il reste néanmoins des régions sensibles: en raison des prix, une partie de la demande provenant de ces régions se déplace vers les zones voisines. Dans certains segments – tels que l'immobilier résidentiel de luxe dans les villes –, il est question d'une offre excédentaire, entraînant des baisses de prix considérables.

## Services

Dans l'ensemble, les chiffres d'affaires réels du secteur des services ont été légèrement supérieurs au niveau enregistré le trimestre précédent et un an auparavant. La situation s'est quelque peu améliorée depuis la dernière enquête.

La marche des affaires a connu une évolution dynamique dans les bureaux d'architectes et d'ingénieurs ainsi que dans les services liés à la gestion et à l'entretien des bâtiments. Les agences de voyage ont également signalé une vive demande. La marche des affaires s'est améliorée dans le secteur de la finance et le commerce de détail. Du côté des banques, la plupart des segments ont contribué à la croissance; les activités liées aux opérations de commissions demeurent cependant moroses. Dans le commerce de détail, le tourisme d'achat dans les pays voisins reste d'actualité, même s'il a diminué dans certaines régions frontalières.

La marche des affaires des entreprises de transport et d'une partie du secteur des technologies de l'information, jusqu'ici dynamique, s'est considérablement ralentie. Les entreprises du secteur des technologies de l'information sont nombreuses à attribuer cette évolution aux mesures d'économies mises en œuvre dans le secteur bancaire. D'autres prestataires de services aux entreprises ont eux aussi observé une sensibilité accrue aux coûts chez leurs clients.

Dans l'hôtellerie et la restauration, les chiffres d'affaires se sont maintenus au niveau enregistré le trimestre précédent. Les hôtels situés dans les zones de villégiature ont de nouveau déploré la faible fréquentation d'hôtes européens tandis que la forte demande en provenance d'Asie et de Russie – de même que celle, plus fluctuante, venant du Japon – ont continué de jouer un rôle de soutien dans certaines régions. Dans les hôtels offrant une infrastructure pour l'organisation de séminaires, la marche des affaires a été relativement bonne. Seules les agences de placement de personnel ont fait état d'un léger recul de la marche de leurs affaires depuis le troisième trimestre.



## 2 Utilisation des capacités de production

Les entreprises interrogées ont globalement estimé que le taux d'utilisation des capacités de production et de l'infrastructure était normal et que les différences entre les secteurs s'étaient réduites.

Dans l'industrie manufacturière, l'utilisation des capacités a été jugée normale dans l'ensemble. Elle a été forte dans l'industrie chimique ainsi que dans certains pans de l'industrie des machines et dans la construction automobile. Elle reste également élevée dans l'industrie horlogère. Dans la métallurgie, le taux d'utilisation a été faible, voire très faible, tombant ainsi à un niveau sensiblement inférieur aux valeurs enregistrées au trimestre précédent. Les représentants de l'industrie de transformation des matières plastiques et quelques entreprises du textile ont signalé eux aussi une sous-utilisation de leurs capacités de production.

L'utilisation des capacités techniques est restée élevée dans la construction, mais dans une mesure moindre qu'au troisième trimestre.

Dans le secteur des services, le taux d'utilisation de l'infrastructure a été considéré comme normal dans l'ensemble. Il a été plutôt élevé dans les bureaux d'architectes et d'ingénieurs ainsi que chez les prestataires de services dans la gestion de bâtiments. En revanche, il est resté faible dans l'hôtellerie; les raisons invoquées sont le faible nombre persistant de touristes étrangers, une sensibilité accrue aux coûts et la restructuration du secteur bancaire. La tendance qui consiste à privilégier les catégories d'hôtels inférieures pour des raisons de coûts s'est de nouveau confirmée. Certains hôtels ont remanié leur offre en conséquence.

## 3 Demande de main-d'œuvre

Comme au trimestre précédent, la demande de main-d'œuvre n'a pratiquement pas évolué dans l'ensemble. Dans l'industrie manufacturière, les entreprises interrogées ont de nouveau jugé le niveau de leurs effectifs légèrement trop élevé. Elles ont continué de mener une politique du personnel prudente: les postes devenus vacants à la suite de départs naturels sont rarement repourvus, et il a même été question de chômage partiel dans certaines d'entre elles. A plusieurs reprises, les entrepreneurs ont évoqué une augmentation des candidatures spontanées émanant de Suisse et de l'étranger.

Dans la construction, les entreprises ont globalement considéré le niveau des effectifs comme légèrement trop faible. La main-d'œuvre qualifiée reste très recherchée; c'est le cas notamment des conducteurs de travaux et des contremaîtres. Les difficultés de recrutement se sont toutefois accentuées dans tous les domaines de la construction.

Dans le secteur des services, le niveau des effectifs s'est révélé adéquat dans l'ensemble. Les bureaux d'architectes et d'ingénieurs ainsi que certaines entreprises du secteur des technologies de l'information ont fait état de besoins de recrutement plutôt élevés. L'hôtellerie a de nouveau enregistré un sureffectif.

Les entreprises interrogées ont estimé qu'au total, le recrutement a nécessité presque autant d'efforts et de temps qu'à l'accoutumée. Dans les secteurs caractérisés par une offre nettement excédentaire sur le marché du travail, les demandeurs d'emploi répondent rarement aux profils recherchés par les entreprises. De nombreuses branches ne parviennent à trouver le personnel nécessaire qu'à l'étranger. Pour les entreprises de l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux, mais aussi pour les transporteurs et les banques, le recrutement s'est avéré plutôt plus aisé que d'habitude. Les agences de placement de personnel ont signalé un fort déplacement de la demande, du personnel permanent vers la main-d'œuvre temporaire. Les voyagistes et les bureaux d'ingénieurs ont jugé le recrutement un peu plus difficile que d'ordinaire.

## 4 Prix, marges et situation bénéficiaire

L'appréciation relative aux marges est restée pratiquement inchangée par rapport au trimestre précédent. Les marges ont de nouveau été jugées plus faibles qu'à l'accoutumée dans tous les secteurs de l'économie. Les entreprises sont toujours contraintes d'optimiser les coûts et d'accroître leur productivité. Elles prospectent assidûment le marché à la recherche de nouveaux débouchés et offrent des prestations de services supplémentaires afin de se différencier de la concurrence. Dans tous les secteurs de l'économie, les entreprises ont été nombreuses à souligner l'importance toujours aussi capitale, pour leur entreprise et leur branche, du cours plancher pour l'euro. Tandis que certaines louent la sécurité ainsi apportée en matière de planification, d'autres jugent cette mesure vitale.

Les représentants de l'industrie manufacturière ont de nouveau abordé la question de la pression exercée sur les marges bénéficiaires. Si toutes les branches sont concernées, les plus touchées sont cependant la métallurgie et l'industrie des machines ainsi que l'industrie de transformation du bois et des matières plastiques. Pour plusieurs entreprises de l'industrie alimentaire, la situation s'est aussi avérée plutôt défavorable. En moyenne, les entreprises prévoient des prix d'achat stables ou en légère baisse pour les prochains mois. En ce qui concerne les prix de vente, elles s'attendent même désormais à une hausse modérée, contrairement au troisième trimestre. Cela laisse présager que la pression exercée sur les marges s'atténue dans l'industrie manufacturière.

Dans la construction, les marges ont été inférieures à leur moyenne, principalement dans le second œuvre; dans le bâtiment et le génie civil, elles ont été jugées un peu plus faibles qu'à l'ordinaire. Compte tenu de la légère hausse attendue pour les prix d'achat et des prix de la construction plus ou moins stables, la pression sur les marges devrait se maintenir. La présence sur le marché d'entreprises venant d'autres régions ou de l'étranger a été davantage remarquée.

Dans le secteur des services, la plupart des branches ont été confrontées à des marges inhabituellement faibles. De nouveau, ce sont les entreprises de l'hôtellerie, de transport et de logistique ainsi que le commerce de gros qui ont le plus souffert de cette situation. Comme au trimestre précédent, les entreprises du secteur des technologies de l'information ont elles aussi signalé une pression accrue sur les marges. Celles du secteur financier ont jugé leur situation bénéficiaire moins défavorable qu'au troisième trimestre.

## 5 Perspectives

Les interlocuteurs font pratiquement état des mêmes incertitudes concernant l'avenir qu'au troisième trimestre 2012. S'agissant des risques présents à l'échelle internationale, les craintes liées à l'évolution de la crise de la dette souveraine en Europe restent prépondérantes, mais se sont légèrement apaisées. Par ailleurs, la croissance modérée en Chine et dans d'autres régions du monde alimente une certaine incertitude.

Les entreprises demeurent réservées dans leurs plans d'embauche. En dépit des dangers potentiels, les chiffres d'affaires attendus pour les six prochains mois sont modérément positifs dans tous les secteurs, comme c'était déjà le cas au trimestre précédent.

Dans l'ensemble, les perspectives concernant la marche des affaires des entreprises de l'industrie manufacturière se sont légèrement améliorées par rapport au troisième trimestre. Les représentants de presque toutes les branches tablent sur une faible croissance des chiffres d'affaires pour les six prochains mois. A cet égard, les entreprises de la métallurgie constituent une exception: elles envisagent la possibilité d'un recul des entrées de commandes. Les représentants de l'industrie pharmaceutique et de l'industrie de transformation des matières plastiques prévoient plutôt une stagnation de leurs chiffres d'affaires. Dans l'industrie horlogère et ses fournisseurs, les perspectives se sont quelque peu assombries.

Dans la construction, les chiffres d'affaires, en données corrigées des variations saisonnières, devraient s'accroître légèrement au cours des prochains mois, alors que l'utilisation des capacités de production reste pratiquement inchangée. Les carnets de commande sont souvent déjà bien, voire très bien remplis jusqu'au milieu de l'année prochaine. De nombreuses entreprises ne s'attendent pas à un ralentissement notable pour 2013, même si la mise en œuvre de l'initiative sur les résidences secondaires a suscité des incertitudes au sujet de l'évolution à moyen terme de la construction dans les régions touristiques. Aucune impulsion supplémentaire n'est cependant escomptée en termes d'emploi.

Dans le secteur des services, les entreprises interrogées tablent, dans l'ensemble, sur une évolution modérément positive des affaires pour les six prochains mois. La plupart des branches prévoient des chiffres d'affaires stables ou en légère hausse. Le secteur financier est nettement plus confiant dans l'avenir qu'il ne l'était au trimestre précédent. Dans le commerce de détail, les perspectives se sont, elles aussi, encore améliorées. Les sociétés d'audit et de conseil, les bureaux d'ingénieurs de même que le secteur du voyage se montrent relativement optimistes quant à l'évolution de leurs chiffres d'affaires. Du côté de l'hôtellerie et des agences de placement de personnel, les perspectives à cet égard sont légèrement négatives. Le taux d'utilisation des capacités de production et les effectifs devraient se maintenir à leur niveau actuel.

Les plans d'investissement un peu moins prudents reflètent la légère amélioration globale des perspectives conjoncturelles observée par rapport au trimestre précédent. Certaines entreprises se livrent même à des investissements substantiels afin d'améliorer encore leur productivité sur la place économique suisse.

## Remerciements

La Banque nationale suisse 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 2012. 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

Aaretal Reisen AG. Aargauische Kantonalbank. ABACUS Research AG. ABB Schweiz AG. Accenture AG. Acino. AdCubum AG. Adecco Ressources Humaines SA. AD-Hôtels SA. Adler Adelboden. Adobe Systems GmbH. Aduno Gruppe. Aeschlimann AG Décolletages. AF-Consult Switzerland AG. AFG Management Consulting SA. Agathon AG. Agie Charmilles SA. Agriturismo La Vigna. Airport Altenrhein AG. Albergo Losone. Aldo Lepori SA Impresa Costruzioni. Alex Gemperle AG. Alfred Müller. Aligro – Demaurex & Cie SA. Allianz Suisse. Alloboissons SA. Alltitude SA. Alpar Flug- und Flugplatzgesellschaft AG Bern. Alpha RHEINTAL Bank AG. Alpnach Norm AG. ALSO Schweiz AG. Altherr Nutzfahrzeuge AG. AMAG. Ameron Hotel Flora Luzern AG. Ameropa AG. Amiconi Consulting SA. Amsler Bombeli et Associés SA. Andrea Pitsch AG. Angela Bruderer AG. Anliker AG Bauunternehmung. Antalis AG. Anthamatten meubles SA. Anton Häfliger AG. Apco Technologies SA. Aregger AG Bauunternehmung. Art Furrer Stammhaus AG. Ascenseurs Menétrey SA. ASS AG. ASSOS of Switzerland SA. Astoria Betriebs AG. Audemars Piguet & Cie SA. Auto Marti AG. Auto Schwarz AG. Auto Zollikofer AG. Autolinee Bienesi SA. Autoneum. Autorama Hergiswil AG. autoschweiz. AXA Winterthur. AZ Medien AG.

### B

B. Braun Medical SA. Bachem SA. Bachmann Mobile Kommunikation AG. Banca del Sempione. Banca dello Stato del Cantone Ticino. Banca Migros. Bangerter Microtechnik AG. Bank Coop. Bank EEK AG. Bank Julius Bär & Co AG. BANK SPARHAFEN ZÜRICH AG. bank thalwil genossenschaft. Bank Vontobel AG. BANK ZIMMERBERG AG. Banque Cantonale de Fribourg. Banque Cantonale de Genève. Banque Cantonale du Jura. Banque Cantonale du Valais. Banque Cantonale Neuchâteloise. Banque Cantonale Vaudoise. Banque CIC Suisse SA. Banque Privée Edmond de Rothschild SA. Bär & Karrer AG. Barry Callebaut AG. Basellandschaftliche Kantonalbank. BASF Suisse SA. Basilea Pharmaceutica Ltd. Basler & Hofmann AG. Basler Versicherungen. Bataillard AG. Baumann Federn AG. Baumann Koelliker AG. Bauwerk Parkett AG. BDO AG. Beck Glatz Confiseur AG. Beckman Coulter Eurocenter SA. Belimport SA. Belotti Moda Sport SA. Belvédère Hotels, Scuol.

BeMore Holding SA. Benninger Guss AG. Bergbahnen Beckenried-Emmetten AG. Bergbahnen Destination Gstaad AG. Bergbahnen Engelberg-Trübsee-Titlis AG. Bergeon SA. Berlac AG. Bern Tourismus. Best Western Hotel Bristol und Bären, Bern. Beutler Nova AG. Bezirks-Sparkasse Dielsdorf. Bezzola Denoth AG. Bienes Swiss Cosmetics SA. Biene Bank im Rheintal Genossenschaft. Bindella Handwerksbetriebe AG. Bindella Terra vite vita SA. Birs Terminal AG. Bison Schweiz AG. Blaser Café AG. Blumenbörse Rothrist. BMW (Schweiz) AG. BOBST SA. Boehringer Ingelheim (Schweiz) GmbH. Bolle & Cie SA. Bolliger & Tanzi SA. Bordier & Cie. Bossard Holding AG. Brac-Werke AG. BRAINFORCE AG. Brauchli SA. Brenntag Schweizerhall AG. Broliet SA. Bruhin AG druck | media. Brühlhart & Partners SA. BS MediaVision. BSI SA. Buchbinderei Schumacher AG. Bucher Industries AG. Bucher Transport AG. Bühler + Scherler AG. Burckhardt Compression AG, Winterthur. BÜWE Tiefbau AG. BVZ Holding AG.

### C

C. Vanoli AG. Cafim SA. Calida Holding AG. Camillo Vismara SA. Camion Transport AG. Canoo. Cantina Sociale Mendrisio. Caran d'Ache SA. Carlson Wagonlit Travel. Carte Blanche SA; ABCD Ciné-Dance SA. Carthesio SA. CasaInvest Rheintal AG. Caseificio dimostrativo del Gottardo SA. CC A Cash + Carry Angehrn. CDM Hôtels & Restauration SA. Censi & Ferrari SA. Centro Stampa Ticino SA. Ceramaret SA. Cerbios-Pharma SA. Cercle des Agriculteurs de Genève et Environs. Chaletbau Matti Holding AG. Chaussures Aeschbach SA. Chiquita Brands International Sàrl. Chocolat Ammann AG. Chocolat Schönenberger AG. Chocolats Camille Bloch SA. Chromos AG. Ciolina AG. Cité des Bains SA. Citroën (Suisse) SA. Clariant AG. Clariden Leu SA. Cleaning Service. Clientis EB Entlebucher Bank AG. Clientis Zürcher Regionalbank. Cofely AG. Compagnie d'assurances Nationale Suisse SA. Condor Films AG. Construction Perret SA. Contexa SA. Coop. Cornèr Banca SA. CORTI Gruppe. Cotecna Inspection SA. Courtyard by Marriott Basel. Covedis SA. CPH Chemie + Papier Holding AG. Création Baumann AG. Creative Catering Sagl. Credit Suisse. cronoparty & services sagl. CROSS Research SA. Cross Systems SA. CTA AG Klima-Kälte-Wärme. CWS-boco Suisse SA.

**D**

Darest Informatic SA. Datasport AG. DE CAPITANI Baugeschäft AG. de Planta et Portier Architectes. Debiopharm SA. Debrunner Acifer AG. Delcò Mobili SA. Deloitte. DemoSCOPE AG. Dénériaz SA. Der Teufelhof Basel AG. Deutsche Bank. DHL Logistics Freight. Diantus Watch SA. Die Securitas Gruppe. Diener & Diener Architekten. DKSH Schweiz AG. Dolder AG. Dorier SA. Dr. Röthlisberger AG. Dreier AG. Druckerei Odermatt AG. DSM Nutritional Products AG. Dubois & Dépraz SA. Duchosal Révision Fiscalité Fiduciaire SA. Dufry AG. Düring AG Ebikon. Dyhrberg AG.

**E**

E. KOLLER SA. EasyJet Switzerland SA. Eberli Holding AG. e-boutic.ch SA. ECOPLAN AG. Egg-Telsa SA. Eichenberger + Siegenthaler AG. Einkaufszentrum Glatt AG. Eisberg Schweiz AG. Electrolux Schwanden AG. Elektrisola Feindraht AG. ELEKTRO COMPAGNONI AG. Elektro-Material AG. Elementwerk Istighofen AG. ELESTA relays GmbH. Elfo AG. Elite SA. ElringKlinger Abschirmtechnik (Schweiz) AG. Emanuele Centonze SA. Emch + Berger WSB AG. Emch AG Bauunternehmung. Emil Frey SA, Centre Automobile aux Vernets. Emile Egger & Cie SA. EMME SA. emmental versicherung. Endress + Hauser AG. Engadin St. Moritz. Ennio Ferrari Impresa Generale SA. Entreprise Belloni SA. Erne AG Bauunternehmung. Ernst & Young Switzerland. Ernst Frey AG. Ernst Marti AG. Ernst Schweizer AG, Metallbau. ESA. Espace Real Estate AG. Eternit (Schweiz) AG. ewl energie wasser luzern.

**F**

F. Hoffmann-La Roche AG. Falegnameria Bertolini SA. Farnair Switzerland AG. Fassbind SA. Favre Transport international TIR. Federtechnik Kaltbrunn AG. Felco SA. Ferox SA. Ferring International Center SA. FG Groupe SA. Fiduciaire Fidag SA. Fiedler SA. Fiege Logistik (Schweiz) AG. Firmenich SA. First Industries. Fischer Precise Group AG. Folex AG. FONCIA Switzerland SA. Fondation Papiliorama. Fontana Print SA. Fraisa SA. Francorosso SA. Franke Gruppe. Fratelli Roda SA. Freestudios SA. FRESSNAPF Schweiz AG. Frigerio SA. Full Speed Systems AG.

**G**

Gadola Unternehmungen, Oetwil am See + Egg. Garage Berger SA. Garage-Gruppe Galliker AG Kriens. Garaio AG. Garbani AG Bern. GE Money Bank AG. Gebrüder Hodel AG. Geissbühler & Co AG. GENERALI SCHWEIZ Holding. GeoEdil SA. Georges Constantin SA. Gétaz-Miauton. Gfeller Elektro AG. Giezendanner Transport AG. Gilles Desplanches SA. Ginsana SA. Givaudan (Suisse) SA. Globe Limousines SA. Globetrotter Travel Service AG. Globus Voyages. göldi+

eggenberger ag. Good News Productions AG. Gotthard Raststätte A2 Uri AG. GPA Guardian Protection SA. Grand Casino Kursaal Bern AG. Grand Hotel Villa Castagnola. Grand Hôtel Zermatterhof, Zermatt. Grand Resort Bad Ragaz AG. Grandi Magazzini Manor Sud SA. Graphax AG. Grau Electricité SA. Graubündner Kantonalbank. green.ch. gribi theurillat AG. Grisoni-Zaugg SA. Grosspeter AG. Groupe Best Mountain Resort, Crans-Montana. Groupe Boas. Groupe Cornu. Groupe DSR. Groupe Rhône Média. Guggeli-Express GmbH.

**H**

H. GOESSLER AG. Hakama. Hans Eberle AG. Hasler Transport AG. Helsinn Holding SA. Henri Harsch HH SA. Hermann Bühler AG. Hero. Herzog Haustechnik AG. Herzog Küchen AG. Heule Werkzeug AG. Hewlett-Packard (Schweiz) GmbH. Hiag Immobilien AG. HOCHDORF-Gruppe. Hochstrasser AG Littau. Holcim (Schweiz) AG. Holinger Solar AG. Honegger AG. Horst AG. Hotel Adula, Flims-Waldhaus. Hotel Bad Bubendorf AG. Hotel Basel. Hotel Beatus, Merligen. Hotel Belvedere Locarno SA. Hotel Bern. Hotel Bernensis AG, Interlaken. Hôtel Cailler, Charmey. Hotel Coronado Mendrisio. Hôtel de la Paix, Lausanne. Hotel de la Paix, Lugano. Hotel Eden Roc, Ascona. Hotel Eden Spiez AG. Hotel Federale, Lugano. Hotel Grischa, Davos. Hôtel Ibis, Bulle la Gruyère. Hotel Krafft, Basel. Hotel La Campagnola SA, Vairano. Hotel Lido Seegarten, Lugano. Hotel Lugano Dante Center SA. Hotel Schweizerhof, Lenzerheide. Hotel Simmenhof, Lenk im Simmental. Hotel Unione, Bellinzona. Hotel Waldhaus, Sils-Maria. Hotel Walther, Pontresina. Hotelplan Suisse (MTCH AG). Huber und Co. AG. HUBER + SUHNER AG. HUGO BOSS Ticino SA. Hunziker Festwirtschaften AG. Hupac Intermodal SA. Hydrel GmbH. Hypothekarbank Lenzburg AG.

**I**

Iba AG. IBC Insurance Broking and Consulting SA. IBM Schweiz AG. IFEC consulenze SA. IGP Pulvertechnik AG. Ilem SA. Immoprogramm SA. Implenia AG. Industrielle Werke Basel. Ineichen AG. InfraCom Swiss AG. Ing. Marco Taddei SA. Inkasso Küng AG. Interiman Group. Interprox SA. ISEPPI Frutta SA. ITS SA.

**J**

J. Kowner AG. Jacques Francioli SA. Jakob AG, Jakob-Markt. Jaquet SA. Jaquet Technology Group. Jean Gallay SA. JPF Construction SA. Jungfraubahnen. Jura Elektroapparate AG.

**K**

K. Dysli AG. Kaufmann Oberholzer AG. Kestenhholz AG. KIBAG Bauleistungen AG. Kistler Group. Knecht Brugg Holding AG. Knecht Reisen AG.

KNF Flodos AG. Koch AG, Strassen- und Tiefbau. Koenig Feinstahl AG. Kongress und Kursaal AG. KPMG SA. Kramer Gastronomie. Kugler Bimetal SA. Kühne + Nagel AG Schweiz. Kunststoff Schwanden AG. Künzli SwissSchuh AG. Kuoni Travel Ltd. Kuratle & Jaecker AG. Kyburz & Cie SA.

## L

L. Kellenberger & Co. AG. La goccia sa. La Pierrette SA. Laboratoires Biologiques ARVAL SA. Läckertli Huus AG. Lagerhäuser der Centralschweiz AG. Landgasthof Schönbühl AG. Landhotel Hirschen, Erlinsbach. Landi Frila. Lantal Textiles. Lanz + Marti AG. LARAG AG. Lardi & Partners SA. Laubscher Präzision AG. Laurastar SA. Laurent Membrez SA. Lausanne Palace & SPA. Lawil Gerüste AG. Le petit-fils de L.U. Chopard & Cie SA. Lerch AG Bauunternehmung. Les Bains de Lavey SA. Les Boutiques Angéloz SA. LGT Bank (Schweiz) AG. Libreria Casagrande Sagl. Liechtensteinische Landesbank (Schweiz) AG. lista office LO. Livit AG. LN Industries SA. Loeb AG. Logitech Europe SA. Lonstroff AG. Lonza AG. Loomis Schweiz SA. Losinger Marazzi AG. Lüchinger Metallbau AG. Lüchinger+Schmid AG. Luftseilbahn Engelberg-Brunni AG. Luisoni Consulenze Professionali SA. Luzerner Kantonalbank. LV-St. Gallen. LWP Ledermann, Wieting & Partners SA. Lyreco Switzerland AG. LZ Medien Holding AG.

## M

Magazine zum Globus AG. Maison Dupin SA. Mammut Sports Group AG. MANOMETER AG. Manor Gruppe. Manotel SA. Manpower SA. Marina Gastro AG. Marinello AG. Marti AG Bauunternehmung. Marvinpac SA. Masaba Sagl. MAT SECURITAS EXPRESS AG. Mathys AG Bettlach. Max Havelaar-Stiftung (Schweiz). Max Pfister Baubüro AG. Mc PaperLand. McDonalds Suisse Management & Services Sàrl. MCL Medizinische Laboratorien AG. Medacta International SA. Media Markt Grancia SA. Media Saturn Schweiz. MEI Inc. Menzi Muck AG Maschinenfabrik. MES SA. Metaltex SA. Mettler2Invest AG. Meubles Pesse SA. Meyer-Mayor AG. Mibelle Group. Michele Arnaboldi-architetti. Microdiamant AG. Migros. Mikron Tool SA Agno. Möbel Lehmann AG. Möbel Märki, Filiale Ittigen-Bern. Möbelfabrik Fraubrunnen AG. Mobilière Suisse, Agence générale Genève. Molino SA. Monn SA. Monosuisse AG. Montech AG. Montres Louis Erard SA. Mopac modern packaging AG. Morosoli Maler Gipser AG. Morosoli SA. motomix SA. Mövenpick Holding AG. MPM facility services SA. MSC Crociere SA. MSC Mediterranean Shipping Agency AG. Muesmatt AG Fenster und Schreinerei. Multitime Quartz SA. Mundipharma Medical Company. Mundo AG. Muttoni SA. Mythencenter AG.

## N

Naef & Cie SA. Naef Immobilien SA. Naville SA. Netstal-Maschinen AG. Neue Aargauer Bank. NEW ROCK SA. Newave Energy Holding SA. Nicol. Hartmann & Cie. AG. Nidwaldner Kantonalbank. Novae Restauration SA. Novartis International AG. NOVO Business Consultants AG. Nuova Benelli SA.

## O

Obwaldner Kantonalbank. OERTLI Werkzeuge AG. Oettinger Davidoff Group. Ofisa SA. OLZ & Partners. OMIDA AG. Omya. Opacc Software AG. Optiprint AG. Otto Notter Holding AG. Otto Scerri SA.

## P

Pac Team Group. PAMP SA. Panalpina Welttransport AG. Papyrus Schweiz AG. PARKING ZÜRICH AG. Parkresort Rheinfelden. Pathé Küchlin AG. Pavag Folien AG. PAX Versicherungen. Payot SA. Pedrazzini Costruzioni SA. PEMSA Human Resources SA. Permapack AG. Perrin Frères SA. Personal Sigma Sursee AG. Pestalozzi + Co AG. Pfister Case unifamiliari SA. Pharmacie populaire société coopérative. Philip Morris SA. Pilatus-Bahnen AG. Pini & Associati, Ingegneri Consulenti SA. Pistor Holding Genossenschaft. PKB Privatbank AG. PKZ Burger-Kehl & Co. AG. Plaston AG. Poretti SA. Poroli Special Boats. Pouly Tradition SA. PPCmetrics AG. Prantl Bauplaner AG. Precicast SA. Priora Generalunternehmung AG. PRIVERA AG. PRO Entreprise Sociale Privée. Probst Maveg SA. Pro-Data LGI SA. Prognosis AG. Proto Chemicals AG. Provins. Px Group SA.

## Q

Qoqa Services SA.

## R

R. Bühler AG. R. Nussbaum AG. Raiffeisenbanken. RAMADA Hotels. ramatech systems AG. Ramseier Holding AG. RAMSEIER Suisse AG. Rapelli SA. Rapp Gruppe. RE/MAX Immobilien AG. Régence Production SA. Regiobank Solothurn AG. Reichle & De-Massari AG. Reisebüro Mittelthurgau Fluss- und Kreuzfahrten AG. Reise-Meile AG. Reiss & Reber AG. Reitzel (Suisse) SA. Reka Schweizer Reisekasse. Richter-Dahl Rocha & Associés architectes SA. RICOH SCHWEIZ AG. Rieter Holding AG. Ring Garage AG Chur. Riseria Taverne SA. Ristorante Seven. Rivella AG. Roche Diagnostics AG. Rolf Gerber AG. Ronda AG. ROSENMUND Haustechnik AG. Rossignol GmbH. Roth Gerüste AG. ROTRONIC AG. Royal Tag SA. Ruckstuhl AG. Ruckstuhl Elektrotech AG. Rudolf Wirz-Gruppe. Rüeger SA. Rytz & Cie SA.

## S

SA di Gestione Shopping Center Morbio Inferiore. SA Vini Bée. SABAG Holding AG. SAFED Suisse SA. SAG SWISS AUTOMOTIVE GROUP. Saia-Burgess Controls SA. Salumificio del Castello Capoferri & Co

SA. Salvioni Arti Grafiche. Sandro Vanini SA. Sanitas Troesch AG. Sauter, Bachmann AG. SAVOY HOTEL BAUR EN VILLE, Zürich. SB Saanen Bank AG. Scana Lebensmittel AG. Schaffhauser Kantonalbank Schättli AG, Metallwarenfabrik. Schellenberg Wittmer. Schenk SA. Schenker Storen AG. Scherler AG Luzern. Schiffahrtsgesellschaft für den Zugersee AG. SCHILD AG. Schilliger Holz AG. Schindler Aufzüge AG. Schlagenhauf Gruppe. Schmolz + Bickenbach AG. Schneider Holding AG, Pratteln. Schoeller Textil AG. Schollglas AG. Schöni Transport AG. Schöttli AG. Schubarth + Co AG. Schweizer Electronic AG. SCHWEIZER HEIMATWERK. Schweizerischer Versicherungsverband SVV. Schwizer Haustechnik AG. Schwyzer Kantonalbank. SecurArchiv SA. Sedelec SA. Selmoni Gruppe. Semadeni AG. Sepp Fässler AG. Settelen AG. ShoppiTivoli. Sieber Transport AG. Siegfried Holding AG. Sihltal Zürich Uetliberg Bahn SZU AG. Silvretta Parkhotel Klosters. Similasan. Sintetica S.A. SIPRO STAHL SCHWEIZ. SISKI Heuberger Holding AG. SISTAG AG. Sitag AG. Sitek AG, System- und Instrumententechnik. SIX Swiss Exchange AG. Società Anonima Giovanni Balmelli Faspea. SOCIETÀ NAVIGAZIONE LAGO DI LUGANO. Société Fiduciaire et de Gérance SA. Société Générale d’Affichage SA. Société Privée de Gérance SA. Softec AG. Spaeter Gruppe. Sparkasse Schwyz AG. Spavetti AG. spirella s.a. Spirig Pharma AG. Spross-Holding AG. St. Galler Kantonalbank. Stadler Rail AG. Stadtcasino Baden. Stämpfli AG. Starling Hotels & Resorts SA. Steiger Participations SA. Steiner AG. Steiner Transport AG. Sterki Bau AG. Stettler Sapphire AG. STIHL Kettenwerk Schweiz. Stöckli Metall AG. Storchen Zürich. Streck Transport AG. Streuli Bau AG, Kilchberg. Strüby Holding AG. Sulzer Mixpac AG. Sunrise Communications AG. Suttero Ernst Sutter AG. SWAROVSKI Gruppe. Swatch Group SA. Swiss Holiday Park AG. Swiss International Air Lines. Swiss Life AG. Swisslog Holding AG. Swisslos. swissôtel OERLIKON. swisspor Management AG. Syngenta AG. Syntax Übersetzungen AG.

## T

Taiana SA. TE connectivity. Tech Insta SA. Technica AG. Techno-Lens SA. Téléverbier SA. Tensol Rail SA. Teo Jakob AG. Tetra Pak International SA. THALMANN LOGISTIK AG. Thermalbad Zurzach AG. Thermes-Parc, Val d’Illiez. Thiébaud & Co SA. Thomann Nutzfahrzeuge AG. Thommen Medical AG. Timcal SA. Top Net Services SA. Tornos SA. Toscano Stahlbau AG. Transcontinental SA. Trendcommerce AG. Trenew Electronic AG. Triba Partner Bank. Trikora AG. TRUMPF Maschinen AG. Tschantré AG. Tschanz Distribution SA. Tscharner & Co. Tschuggen Grand Hotel, Arosa. Tubofer SA. TUI Suisse Ltd. Tulux AG.

## U

UBS AG. Ugo Bassi SA. Ultra Précision Holding SA. UNDERBERG AG. Union AG. Unitechnologies AG. Urner Kantonalbank. USM U. Schärer Söhne AG.

## V

Vacheron Constantin SA. Valencia Kommunikation AG. Valentine Fabrique SA. Valiant Holding AG. Valora. Valtronic Technologies (Suisse) SA. Van Baerle AG. VAT Vakuumventile AG. Vaucher Sport Specialist AG. Vaudaux SA. Vecellio Legno. Vennerhus Weine AG. VICTORIA-JUNGFRAU Grand Hotel & Spa, Interlaken. VICTORINOX AG. Villars Maître Chocolatier SA. Viollier AG. Visilab SA. Vismara & Co. SA. Voyages Rémy Zahler SA. VP Bank (Schweiz) AG.

## W

W. Gassmann AG. Wälli AG Ingenieure. Walter Matter SA. Wanner + Fankhauser AG. Warteck Invest AG. Wärsilä Schweiz AG. Weiss + Appetito AG. Welti-Furrer AG. Wenk AG. Werner Marty AG. Westiform Holding AG. WICOR Holding AG. Widder Hotel, Zürich. Wilhelm Kaderselektion AG St. Gallen. Wilhelm Schmidlin AG. Winterhalter + Fenner AG. Wirteverband Basel-Stadt. WOLGENSINGER AG. Wyss Samen und Pflanzen AG.

## Z

zb Zentralbahn AG. ZFV-Unternehmungen. Zincheria 2000 Sagl. Zindel + Co. AG. Züblin Immobilien Holding AG. Zuger Kantonalbank. Zühlke Engineering AG. Zur Rose AG. Zürcher Kantonalbank. Zürcher Landbank AG. Zurich Assurance Suisse. Zürich Marriott Hotel. Zürichsee Schiffahrtsgesellschaft AG. Zweifel Pomy-Chips AG. ZWZ AG.

## 1

1a hunkeler 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).



## Décembre 2012

Lors de l'examen du 13 décembre 2012 de la situation économique et monétaire, la BNS confirme qu'elle continuera de faire prévaloir le cours plancher de 1,20 franc pour un euro avec toute la détermination requise et qu'elle est prête à acheter des devises en quantité illimitée. Elle estime que le franc est actuellement à un niveau élevé. La BNS maintient à 0%–0,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois en francs. En cas de besoin, elle est disposée à prendre en tout temps des mesures supplémentaires.

## Septembre 2012

Lors de l'examen du 13 septembre 2012 de la situation économique et monétaire, la BNS confirme qu'elle fera prévaloir à l'avenir également avec toute la détermination requise le cours plancher de 1,20 franc pour un euro. A cette fin, elle reste prête à acheter des devises en quantité illimitée. Elle estime que le franc demeure à un niveau élevé et pèse sur l'économie suisse. Elle maintient à 0%–0,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. En cas de besoin, elle est disposée à prendre en tout temps des mesures supplémentaires.

## Juin 2012

Le 25 juin, la BNS et la Banque nationale de Pologne (Narodowy Bank Polski, NBP) concluent un accord de swap francs contre zlotys (CHF/PLN). Grâce à cet accord, la NBP peut fournir des liquidités en francs suisses aux banques établies en Pologne en cas de tensions sur le marché interbancaire en francs.

Lors de l'examen du 14 juin 2012 de la situation économique et monétaire, la BNS confirme qu'elle fera prévaloir le cours plancher de 1,20 franc pour un euro avec toute la détermination requise et qu'elle est toujours prête à acheter des devises en quantité illimitée à cette fin. Elle estime que même au cours actuel, le franc demeure à un niveau élevé. En cas de besoin, elle est disposée à prendre en tout temps des mesures supplémentaires. La marge de fluctuation du Libor à trois mois est maintenue à 0%–0,25%.

## Mars 2012

Lors de l'examen du 15 mars 2012 de la situation économique et monétaire, la BNS confirme qu'elle continuera de faire prévaloir le cours plancher de 1,20 franc pour un euro avec toute la détermination requise et qu'elle est prête à acheter des devises en quantité illimitée. La marge de fluctuation du Libor à trois mois reste inchangée à 0%–0,25%. La BNS continuera à maintenir les liquidités à un niveau exceptionnellement élevé sur le marché monétaire. Elle estime que le franc est actuellement à un niveau élevé. Si les perspectives économiques et les risques de déflation l'exigent, elle est prête à prendre à tout moment des mesures supplémentaires.

## Décembre 2011

Lors de l'examen du 15 décembre 2011 de la situation économique et monétaire, la BNS confirme qu'elle continuera de faire prévaloir le cours plancher avec toute la détermination requise et qu'elle est prête à acheter des devises en quantité illimitée. Elle maintient la marge de fluctuation pour dépôts à trois mois en francs à 0%–0,25% et vise toujours un Libor à trois mois proche de zéro. Elle estime que le franc est actuellement à un niveau élevé et qu'il devrait continuer à s'affaiblir sur la durée. Elle annonce par ailleurs qu'elle continuera de maintenir les liquidités à un niveau exceptionnellement élevé, mais qu'elle ne poursuit aucun objectif spécifique en matière d'avoirs à vue. Si les perspectives économiques et les risques de déflation l'exigent, la BNS est prête à prendre en tout temps des mesures supplémentaires.

**Editeur**

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

**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 clause de non-responsabilité porte en particulier sur l'actualité, l'exactitude, la validité et la disponibilité des informations.

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2012

**Conception**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

**Composition et impression**

Neidhart + Schön AG, Zurich

**Version imprimée**

La version imprimée (exemplaires isolés ou abonnement) peut être obtenue gratuitement à l'adresse suivante:  
Banque nationale suisse, Bibliothèque, Case postale, CH-8022 Zurich  
Téléphone: +41 (0)44 631 32 84; fax: +41 (0)44 631 81 14  
E-mail: library@snb.ch

**Langues**

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

**Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en**

français:  
www.snb.ch, Publications, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)  
allemand:  
www.snb.ch, Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)  
anglais:  
www.snb.ch, Publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)

**Internet**

www.snb.ch