

---

Bulletin trimestriel  
4/2013 Décembre

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





---

Bulletin trimestriel  
4/2013 Décembre

31<sup>e</sup> année



---

# Table des matières

	Page
<b>Rapport sur la politique monétaire</b>	<b>4</b>
1 Décision de politique monétaire du 12 décembre 2013	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	19
5 Evolution monétaire	23
<b>Tendances conjoncturelles</b>	<b>30</b>
Remerciements	34
<b>Chronique monétaire</b>	<b>38</b>

---

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de décembre 2013 de la situation économique et monétaire

Le rapport décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 12 décembre 2013) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 12 décembre 2013. 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 12 décembre 2013

### La Banque nationale confirme le maintien du cours plancher

La Banque nationale suisse (BNS) maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour 1 euro. Le franc est toujours à un niveau élevé. La BNS est prête à acheter des devises en quantité illimitée si cela s'avère nécessaire pour faire prévaloir ce cours plancher et à prendre des mesures supplémentaires en cas de besoin. Le Libor à trois mois étant déjà proche de zéro, le cours plancher demeure l'instrument adéquat pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires, si la pression à la hausse sur le franc devait reprendre. La BNS laisse à 0%–0,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois.

En décembre, la prévision d'inflation conditionnelle de la BNS a été légèrement corrigée à la baisse (voir graphique 1.1). D'un côté les taux d'inflation étonnamment faibles enregistrés en octobre et en novembre fournissent un point de départ plus bas pour la prévision. D'un autre côté, le repli de l'inflation dans la zone euro et la légère diminution du cours du pétrole ont également contribué à modérer les perspectives d'inflation. Comme lors de l'examen de septembre, la prévision repose sur un Libor à trois mois maintenu à 0% au cours des trois prochaines années. Pour 2013, la BNS table sur un taux d'inflation inchangé de –0,2%. En 2014 et en 2015, l'inflation prévue passe à respectivement 0,2% et 0,6%, soit 0,1 point de moins que

dans la prévision de septembre. Par conséquent, il n'y a pas de risque d'inflation en Suisse dans l'avenir proche.

La reprise de l'économie mondiale s'est poursuivie au troisième trimestre comme prévu. Elle s'est amorcée en premier lieu aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Chine. Dans la zone euro par contre, l'économie a connu une évolution atone. De nombreux pays émergents ont eux aussi enregistré une croissance plutôt faible. Pour les prochains mois, la BNS s'attend, dans l'ensemble, à une légère accélération de la croissance à l'échelle internationale.

Cependant, les incertitudes pesant sur le redressement futur de l'économie mondiale restent fortes. Le bas niveau des taux d'intérêt et l'endettement élevé des collectivités publiques réduisent la marge de manœuvre de la politique économique dans de nombreux pays industrialisés et rendent l'économie mondiale vulnérable à de nouveaux chocs. L'examen prévu des bilans des banques dans la zone euro et la mise en œuvre à venir de la politique de normalisation dans les grandes zones monétaires pourraient entraîner des turbulences tangibles sur les marchés financiers internationaux.

En Suisse, l'économie a continué de progresser au troisième trimestre. Toutefois, un ralentissement passager de la conjoncture se dessine pour le quatrième trimestre. La BNS s'attend toujours à une croissance comprise entre 1,5% et 2,0% pour 2013, et table sur un taux de croissance d'environ 2% en 2014.

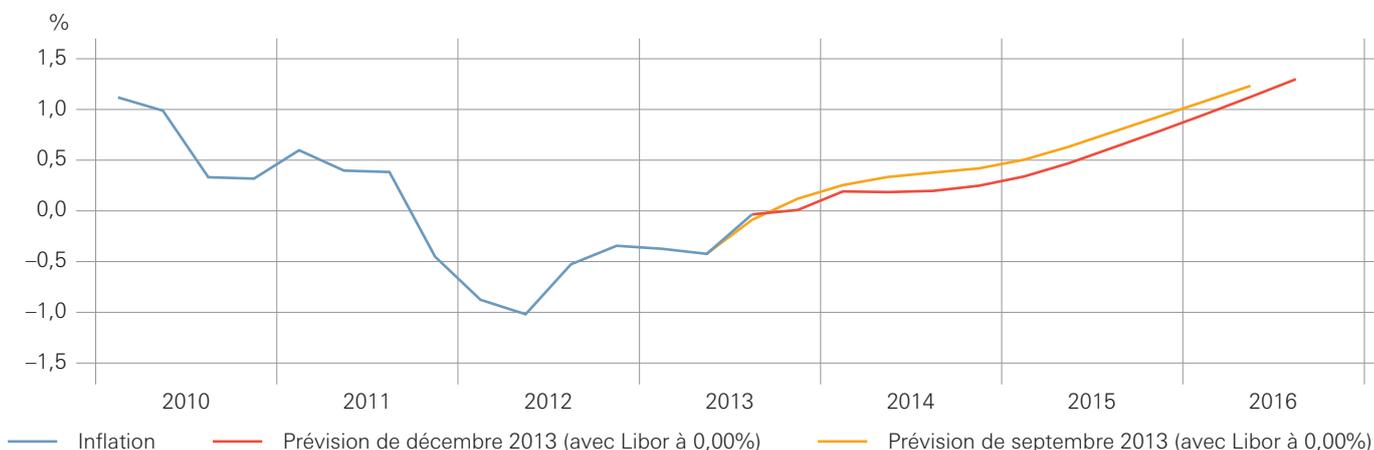
Compte tenu de la fragilité de la conjoncture à l'étranger, les risques restent toutefois orientés à la baisse en Suisse.

Dans un contexte de taux d'intérêt durablement bas, il est fort à craindre que les déséquilibres sur les marchés hypothécaire et immobilier s'accroissent. La BNS continue donc de suivre la situation avec la plus grande vigilance et examine régulièrement la nécessité d'adapter le volant anticyclique de fonds propres.

Graphique 1.1

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 2013

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



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

Tableau 1.1

### INFLATION OBSERVÉE, DÉCEMBRE 2013

	2010				2011				2012				2013				2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Inflation	1,1	1,0	0,3	0,3	0,6	0,4	0,4	-0,5	-0,9	-1,0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	0,0		0,7	0,2	-0,7

### PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE DÉCEMBRE 2013

	2013				2014				2015				2016				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prévision de septembre 2013, avec Libor à 0,00%			-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2		-0,2	0,3	0,7	
Prévision de décembre 2013, avec Libor à 0,00%				0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,5	0,6	0,8	1,0	1,1	1,3	-0,2	0,2	0,6	

Source: BNS.

## 2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

Comme prévu, le redressement de l'économie mondiale s'est poursuivi au troisième trimestre. La progression du commerce mondial est toutefois restée lente (voir graphique 2.1). Dans l'ensemble, la reprise conjoncturelle demeure modeste d'un point de vue historique.

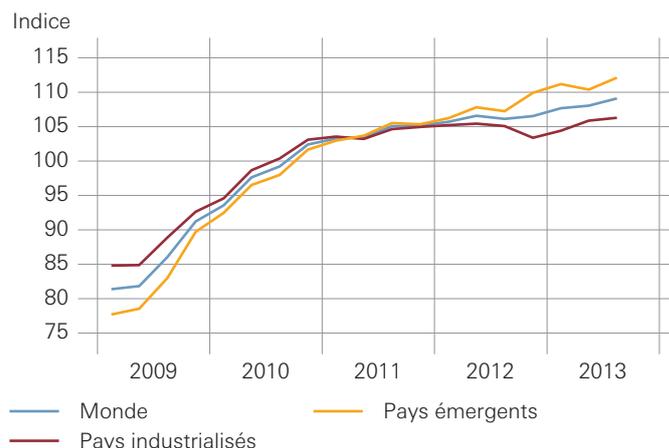
Au troisième trimestre, la croissance économique a surtout été stimulée par les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la Chine. L'évolution était par contre atone dans la zone euro et dans de nombreux pays émergents. Contre toute attente, l'inflation a nettement fléchi dans la zone euro.

Les perspectives de croissance pour l'économie mondiale restent largement inchangées par rapport au dernier examen de la situation économique et monétaire, qui a eu lieu mi-septembre. D'après les indicateurs avancés, le rythme de l'expansion devrait cependant légèrement croître ces prochains mois. Le redressement devrait se poursuivre grâce à la stabilité de la situation sur les marchés financiers, à l'achèvement du processus de désendettement du secteur privé aux Etats-Unis, à l'atténuation des effets de frein de la politique budgétaire aux Etats-Unis et en Europe et au maintien d'une politique monétaire expansionniste dans les principaux pays industrialisés. L'évolution de la croissance pourrait néanmoins se révéler volatile aux Etats-Unis et au Japon: aux Etats-Unis, l'arrêt temporaire de certaines activités gouvernementales fédérales (*government shutdown*) à la

Graphique 2.1

### EXPORTATIONS MONDIALES

Moyenne de la période = 100

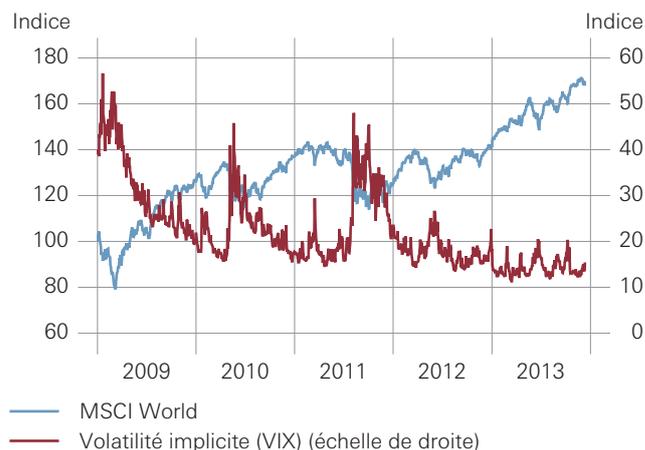


Sources: CPB et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.2

### MARCHÉS DES ACTIONS

Début de la période = 100 (échelle de gauche)



Source: Thomson Financial Datastream.

Tableau 2.1

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

	Scénario					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>PIB, variation en % par rapport à l'année précédente</b>						
Economie mondiale <sup>1</sup>	5,1	3,7	3,0	2,8	3,8	4,2
Etats-Unis	2,5	1,8	2,8	1,6	2,6	3,5
Zone euro	1,9	1,6	-0,6	-0,4	1,3	2,2
Japon	4,7	-0,5	1,4	1,8	2,0	0,8
<b>Prix du baril de pétrole en USD <sup>2</sup></b>	79,6	111,4	111,7	108,1	107,0	107,0

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

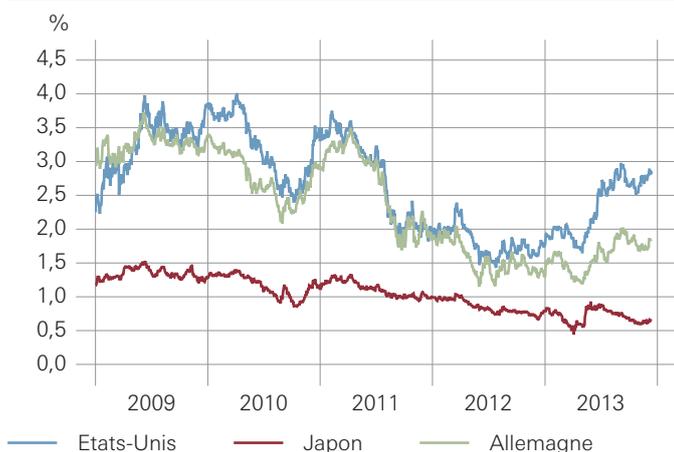
<sup>2</sup> Niveau.

Sources: BNS et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.3

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

Titres d'Etat à 10 ans

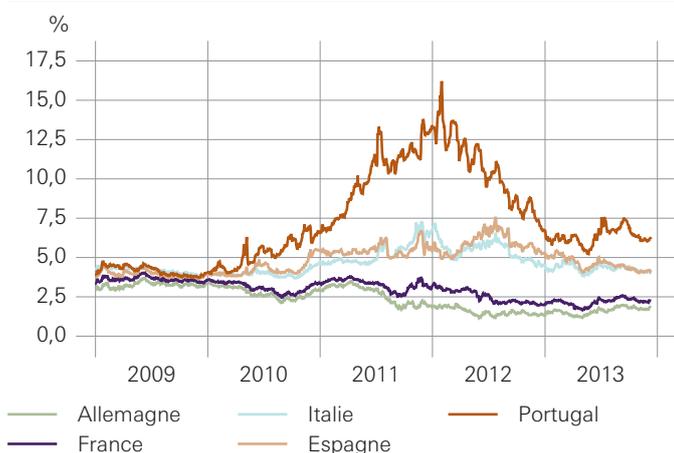


Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.4

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

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.5

**COURS DE CHANGE**

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



Source: Thomson Financial Datastream.

suite du différend budgétaire au Congrès devrait ralentir la croissance au quatrième trimestre. Au Japon, la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée, décidée par le gouvernement pour avril 2014, est susceptible de déclencher d'importantes fluctuations au niveau des dépenses de consommation des ménages. En Europe, la croissance demeurera inférieure à la moyenne. La politique de crédit restrictive des banques et l'incertitude persistante freinent les investissements, tandis que le chômage élevé pèse sur la consommation des ménages. Dans les pays émergents, la conjoncture évoluera vraisemblablement d'une manière inégale: la solide demande intérieure chinoise soutiendra l'activité en Asie. Des signes d'un regain d'activité commerciale sont d'ailleurs observés dans cette région. Par contre, des problèmes structurels et une politique monétaire plus restrictive due au renchérissement élevé ralentissent la croissance au Brésil et en Inde.

Le redressement de l'économie mondiale demeure incertain. Les taux d'intérêt déjà très bas et l'endettement élevé des collectivités publiques restreignent la marge de manœuvre de nombreux pays industrialisés pour ce qui concerne la politique économique. La conjoncture mondiale est dès lors particulièrement sensible aux bouleversements. Dans son scénario de base, la BNS estime que l'Europe surmontera durablement la crise. Des questions importantes restent cependant en suspens, et une nouvelle aggravation de la situation ne peut toujours pas être exclue. La normalisation future de la politique monétaire dans les pays industrialisés, les faiblesses structurelles de plusieurs pays émergents et, à plus long terme, les questions concernant la durabilité de la politique budgétaire au Japon constituent des sources d'inquiétude supplémentaires.

Pour établir ses prévisions, la BNS se base sur des hypothèses concernant le prix du pétrole et le cours de l'euro par rapport au dollar des États-Unis. Ainsi, elle part d'un prix de 107 dollars des États-Unis le baril de Brent, en baisse de 2 dollars par rapport au prix prévu il y a trois mois. La BNS table en outre sur un cours de 1,35 dollar pour 1 euro.

**MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES**

Les cours des actions ont continué à progresser dans le monde entier depuis la mi-septembre, atteignant parfois de nouveaux sommets (voir graphique 2.2). Aux États-Unis, le marché des actions a continué d'afficher une tendance à la hausse malgré les tensions liées à la politique budgétaire. Dans le même temps, l'incertitude, mesurée à l'aide de l'indice de volatilité (VIX), est demeurée faible. La communication pratiquée par la Réserve fédérale a encore influé fortement sur l'évolution des marchés des capitaux. Les rendements des emprunts d'État ont pour la plupart reculé légèrement après que la Fed a poursuivi ses achats de titres en septembre, contrairement aux attentes du marché (voir graphique 2.3). Dans la zone euro, les écarts de rendement entre les

obligations d'Etat allemandes et la plupart des emprunts émis par les autres pays membres ont diminué.

Les incertitudes concernant l'évolution de la politique financière des Etats-Unis ont par moments pesé sur le dollar, mais celui-ci a compensé, à partir de fin octobre, les pertes de cours grâce aux données favorables du marché du travail (voir graphique 2.5). Les signes d'un raffermissement de la conjoncture dans la zone euro ont soutenu la monnaie unique. Le yen par contre s'est déprécié. Les prix des matières premières ont encore eu tendance à baisser (voir graphique 2.6). Les bonnes récoltes et les réserves importantes ont notamment pesé sur les prix des denrées alimentaires et de l'énergie. Quant aux prix des matières premières industrielles, ils ont également un peu fléchi.

## ÉTATS-UNIS

Aux Etats-Unis, le redressement modéré de la conjoncture s'est poursuivi. Le produit intérieur brut (PIB) a crû de 3,6% au troisième trimestre, après avoir marqué une hausse de 2,5% au trimestre précédent (voir graphique 2.7). La demande finale des ménages a évolué de manière peu dynamique. La progression plus vigoureuse du PIB tient principalement au fait que la constitution de stocks s'est renforcée. La demande publique a également augmenté pour la première fois depuis un an. L'utilisation des capacités de production reste faible dans l'ensemble de l'économie. L'emploi a enregistré une croissance modeste ces derniers mois, mais le chômage était toujours élevé en novembre puisqu'il s'inscrivait à 7% (voir graphique 2.10).

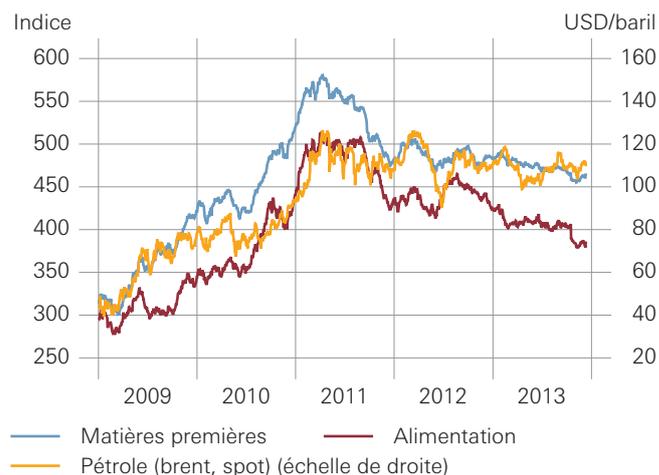
L'arrêt partiel, pendant 16 jours en octobre, d'activités gouvernementales fédérales non essentielles devrait affecter la progression du PIB au quatrième trimestre et conduire à un effet inverse correspondant au trimestre suivant. Les dépenses publiques devraient reculer moins fortement en 2014 qu'en 2013. De plus, on peut supposer que la consommation des ménages et les investissements retrouveront progressivement de leur vigueur, comme l'indiquent plusieurs facteurs, dont l'estompement des effets négatifs induits par le relèvement, en début d'année, des cotisations de sécurité sociale à la charge des salariés, la hausse des prix de l'immobilier, les progrès réalisés par les ménages en matière de désendettement et l'amélioration générale du moral des consommateurs et des entreprises. Dans l'ensemble, la BNS table sur une croissance du PIB de 1,6% en 2013 et de 2,6% en 2014 (voir tableau 2.1).

La hausse des prix à la consommation reste modeste aux Etats-Unis. Elle s'est établie à 1% en octobre en raison de la fin d'un effet de base lié aux prix de l'énergie (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente n'a guère changé ces derniers mois et s'est inscrite à 1,7% (voir graphique 2.12). Les salaires ont progressé faiblement.

La politique monétaire des Etats-Unis reste très expansionniste. Depuis décembre 2008, la marge de fluctuation du taux directeur s'est établie à 0%–0,25%

Graphique 2.6

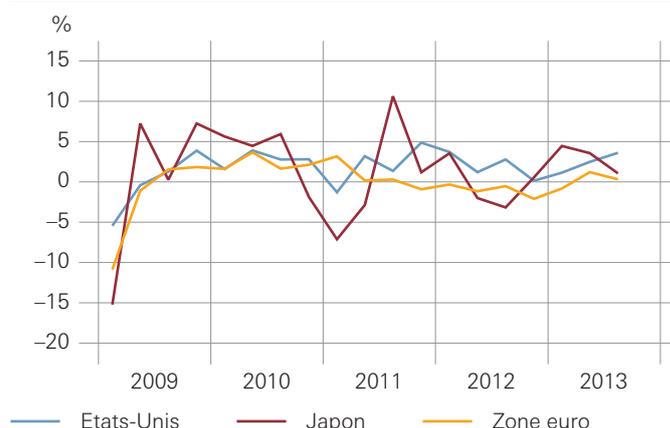
## PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES



Graphique 2.7

## PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

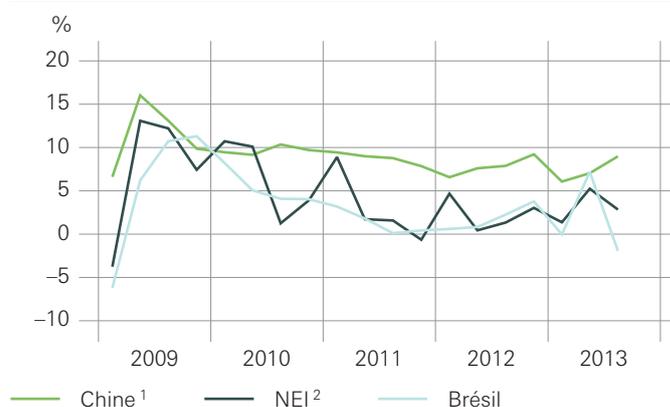
Variation par rapport à la période précédente



Graphique 2.8

## PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

Variation par rapport à la période précédente

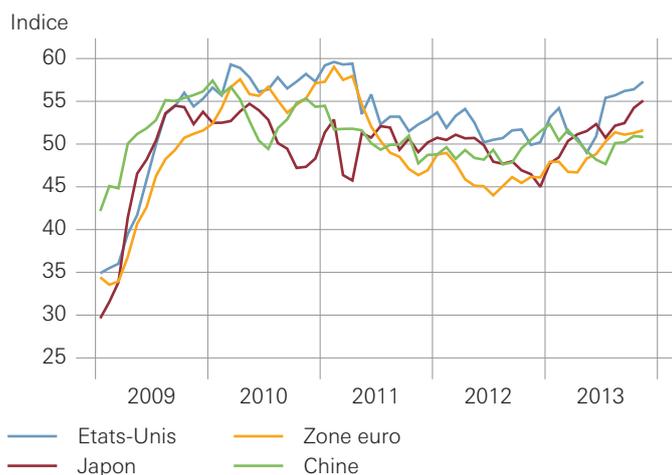


1 Estimation BNS.

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

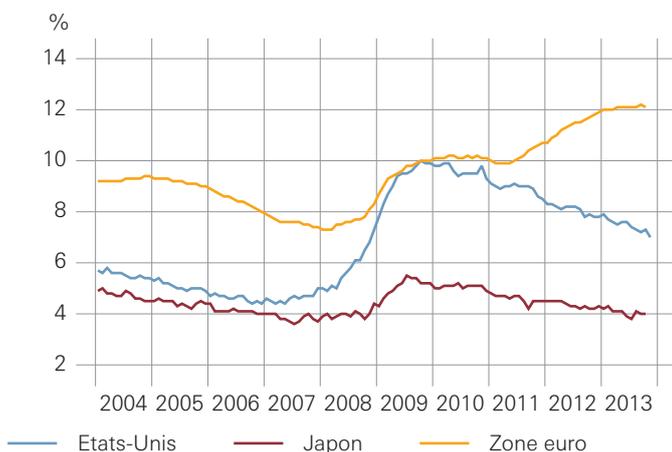
Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.9

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

Source: Markit Economics Ltd 2009; tous droits réservés.

Graphique 2.10

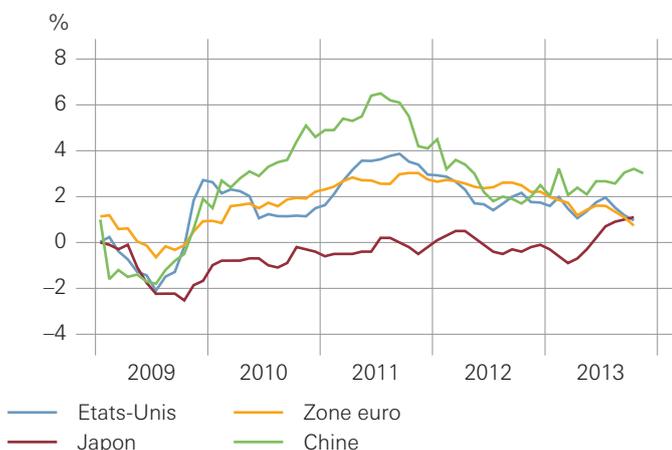
**TAUX DE CHÔMAGE**

Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.11

**PRIX À LA CONSOMMATION**

Variation par rapport à l'année précédente



Source: Thomson Financial Datastream.

(voir graphique 2.13). La Réserve fédérale a confirmé en octobre qu'elle n'envisageait pas de relever son taux directeur tant que le taux de chômage serait supérieur à 6,5%, que la prévision d'inflation à moyen terme ne dépasserait pas 2,5%, et que les anticipations d'inflation à long terme demeurerait stables. Elle poursuit par ailleurs ses acquisitions de titres à hauteur de 85 milliards de dollars par mois, mais envisage de les réduire dans les prochains mois si la conjoncture devait s'affermir conformément aux attentes.

**ZONE EURO**

La zone euro a affiché une croissance économique modeste au troisième trimestre (0,3%), après que le PIB a marqué une hausse au trimestre précédent, pour la première fois depuis six trimestres (voir graphique 2.7). La demande intérieure a légèrement progressé, tandis que les exportations ont presque stagné après avoir fortement augmenté au deuxième trimestre. Sur le plan géographique, l'évolution est restée hétérogène: l'Allemagne constitue toujours le moteur de la croissance, mais le PIB s'est également un peu raffermi dans de nombreux petits Etats membres dont la performance économique avait auparavant reculé pendant plusieurs trimestres consécutifs. En France, le PIB a de nouveau légèrement fléchi après qu'il a marqué un rebond inattendu au trimestre précédent. L'Italie est restée en récession. Compte tenu de la faible dynamique de croissance, le chômage est demeuré à un niveau très élevé dans la zone euro (voir graphique 2.10).

Ces derniers mois, le moral des entreprises n'a cependant cessé de s'améliorer en raison de meilleures perspectives d'exportation (voir graphique 2.9). De plus, les conditions sur le marché financier se sont encore un peu assouplies. L'incertitude persiste néanmoins concernant la résolution des problèmes structurels de la zone euro, où, du reste, l'évolution est toujours très inégale. Comme au trimestre précédent, il ne faut donc s'attendre, dans l'ensemble, qu'à une reprise progressive de la demande intérieure. La BNS table, de manière inchangée, sur un recul du PIB de 0,4% en 2013 et sur une croissance de 1,3% en 2014.

Eu égard à la faible demande, la hausse des prix à la consommation dans la zone euro a largement fléchi ces derniers mois. Contre toute attente, le recul était notable. En octobre, le renchérissement annuel atteignait provisoirement 0,7%, soit sa valeur la plus basse depuis presque quatre ans, puis il est remonté à 0,9% en novembre. L'inflation sous-jacente a légèrement diminué pour s'inscrire à 1%.

En novembre, la BCE a baissé le taux appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base pour l'établir à un nouveau plancher historique de 0,25% (voir graphique 2.13). Elle estime en effet que l'inflation demeurera basse sur une période prolongée. De plus, elle a décidé de mettre des liquidités à la disposition des banques en quantité illimitée pendant une année

supplémentaire, soit jusqu'à mi-2015 au moins, dans le cadre d'opérations de refinancement.

## JAPON

Au Japon, l'essor conjoncturel s'est poursuivi au troisième trimestre sous l'influence des mesures de politique économique (voir graphique 2.7). La demande finale des ménages a toutefois perdu provisoirement de sa vigueur, après avoir affiché une forte croissance au premier semestre.

Le moral des entreprises reste bon, dans l'ensemble. Il faut s'attendre à ce que la vive expansion de la demande se poursuive à court terme dans le pays, car la hausse annoncée de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) notamment devrait déclencher des effets d'anticipation au niveau de la demande finale des ménages. La faiblesse du yen et la reprise de l'économie mondiale donnent également des impulsions positives. Par ailleurs, il est prévu que le relèvement de la TVA s'accompagne d'un autre train de mesures conjoncturelles de l'ordre de 5 000 milliards de yens (1% du PIB), qui englobera des projets publics d'infrastructure, des incitations fiscales pour les investissements et des aides financières pour les revenus les plus faibles. La BNS a donc légèrement revu à la hausse ses prévisions pour le PIB en 2014. Les perspectives plus lointaines sont incertaines: à moyen terme, les réformes structurelles qui ont été annoncées dans le cadre de la nouvelle stratégie de croissance, mais qui n'ont pas encore été réalisées, pourraient renforcer le potentiel de croissance. Or une croissance durable est notamment nécessaire pour relever les défis de la politique budgétaire.

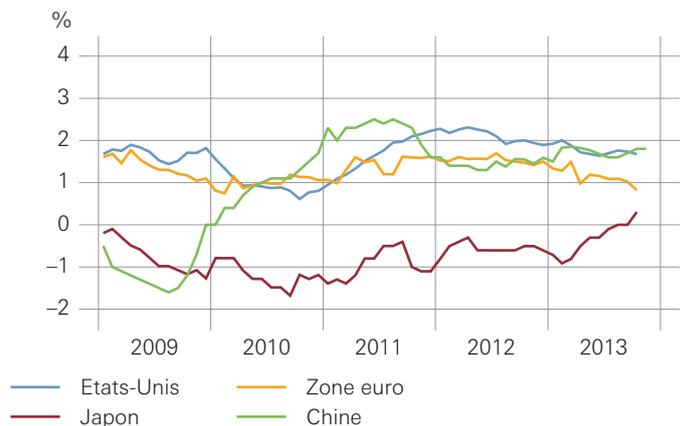
Les prix à la consommation ont continué de progresser au Japon et le renchérissement s'est établi à 1,1% en octobre (voir graphique 2.11). Cette évolution s'explique cependant en premier lieu par un accroissement massif des prix de l'énergie dû à la dépréciation du yen. Si l'on exclut les prix de l'énergie et ceux des denrées alimentaires, les prix à la consommation étaient pour la première fois depuis 2008 légèrement supérieurs à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente (voir graphique 2.12). A moyen terme, la hausse progressive des anticipations d'inflation pourrait stimuler l'évolution des prix.

La Banque du Japon a maintenu le cap de sa politique monétaire fixé en avril. Défini au printemps, son objectif est d'atteindre un taux d'inflation d'environ 2% en l'espace de deux ans. Pour y parvenir, elle entend accroître la base monétaire jusqu'à fin 2014 pour la porter à 270 000 milliards de yens, soit environ la moitié du PIB nominal, en procédant à d'importants achats d'obligations d'Etat japonaises à long terme (voir graphique 2.14).

Graphique 2.12

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

Variation par rapport à l'année précédente

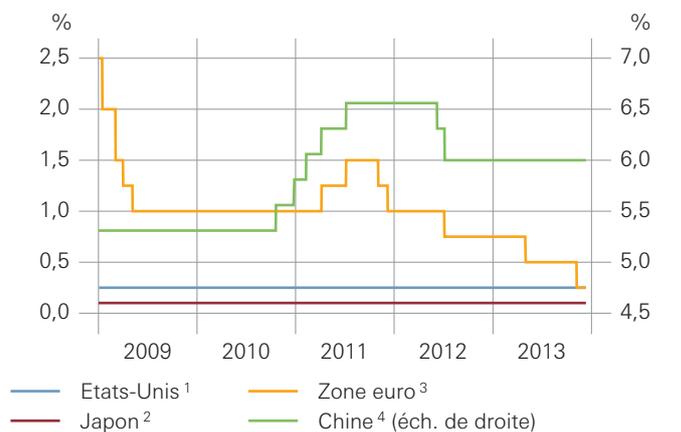


<sup>1</sup> Hors alimentation et énergie.

Sources: CEIC et Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.13

## TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS

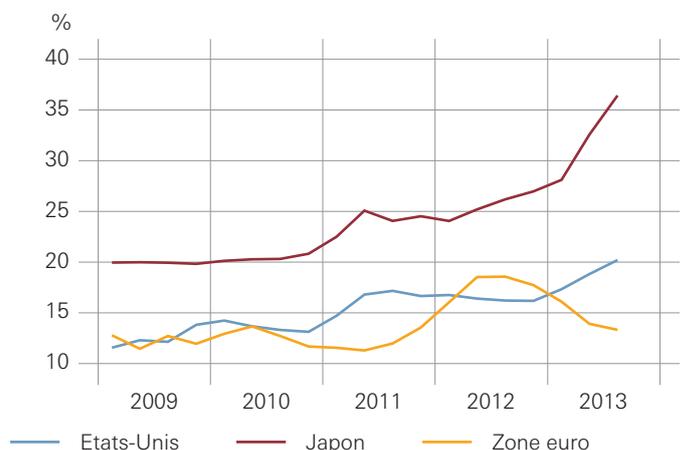


<sup>1</sup> Taux des fonds fédéraux. <sup>2</sup> Taux cible au jour le jour. <sup>3</sup> Taux appliqué aux opérations principales de refinancement. <sup>4</sup> Taux des prêts à 1 an.  
Source: Thomson Financial Datastream.

Graphique 2.14

## BASE MONÉTAIRE

Par rapport au PIB



Source: Thomson Financial Datastream.

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

---

L'évolution des économies émergentes est demeurée hétéroclite. En Chine, la conjoncture a encore gagné en vigueur au troisième trimestre (voir graphique 2.8). La croissance a été soutenue par une légère reprise du commerce extérieur et de la consommation. De plus, la politique expansionniste d'octroi de crédits a favorisé les investissements, prolongeant une forte hausse du volume des crédits à la clientèle. En Inde, la croissance économique s'est un peu redressée après un premier semestre faible. Le rebond conjoncturel s'est légèrement ralenti au troisième trimestre dans les nouvelles économies industrielles d'Asie. En Russie, la demande d'investissement peu importante a continué d'affecter la croissance. Celle-ci est demeurée faible au Brésil également.

Les perspectives à court terme restent positives pour l'Asie. La progression de la demande étrangère devrait notamment permettre aux nouvelles économies industrielles de combler leur écart de production dans les trimestres à venir. Il faut toutefois s'attendre à ce que la croissance dans la région ralentisse à long terme, en raison de l'évolution démographique. Par ailleurs, le gouvernement chinois recherche une croissance plus lente et plus durable. Pour ce faire, la consommation doit être renforcée par rapport aux exportations et aux investissements et le secteur tertiaire, encouragé. Au Brésil et en Russie, un

climat commercial défavorable et le manque de compétitivité pèsent sur les perspectives de croissance. Celles-ci restent modérées en Inde également, même si une bonne mousson devrait provisoirement soutenir la croissance au quatrième trimestre. Par ailleurs, une politique monétaire restrictive atténue la progression dans ces trois pays.

Les prix à la consommation ont évolué de manière très hétérogène. En Chine, le taux de renchérissement annuel a encore progressé ces derniers mois, mais il est demeuré inférieur au taux d'inflation moyen de 3,5% que le gouvernement vise pour 2013. Dans les nouvelles économies industrielles, l'inflation basse s'est accompagnée d'une faible utilisation des capacités de production. L'Inde par contre enregistre une inflation à deux chiffres. Au Brésil et en Russie aussi, les taux de renchérissement ont dépassé les valeurs cibles de la politique monétaire.

Dans les économies émergentes, la politique monétaire tendait à être restrictive, mais pour des raisons différentes. La banque centrale de Chine s'efforçait toujours d'endiguer la forte expansion du volume des crédits, ce qui a conduit à plusieurs hausses notables des taux d'intérêt sur le marché. Au Brésil et en Inde, les banques centrales ont encore relevé leur taux directeur pour lutter contre une forte inflation.

# 3 Evolution économique en Suisse

En Suisse, l'évolution favorable de la conjoncture s'est poursuivie au troisième trimestre. D'après les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le PIB réel a progressé de 2,1%. Si la croissance a été aussi forte qu'au premier semestre, ses éléments moteurs ne sont toutefois plus les mêmes. En effet, les exportations se sont fortement redressées, tandis que la demande intérieure finale a perdu de sa vigueur. La création de valeur a connu une évolution particulièrement positive dans l'industrie manufacturière.

L'écart de production négatif s'est resserré grâce à la croissance robuste du PIB. Le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté dans l'industrie, mais s'est maintenu à un faible niveau. Pour la première fois depuis plus d'un an, l'emploi dans l'industrie manufacturière a enregistré une légère hausse. Le taux de chômage est resté inchangé.

Pour l'ensemble de l'année 2013, la BNS continue de tableur sur une progression du PIB comprise entre 1,5% et 2%. Compte tenu des hypothèses retenues pour l'évolution de l'économie mondiale, le PIB devrait croître d'environ 2% en 2014.

## DEMANDE GLOBALE ET PRODUCTION

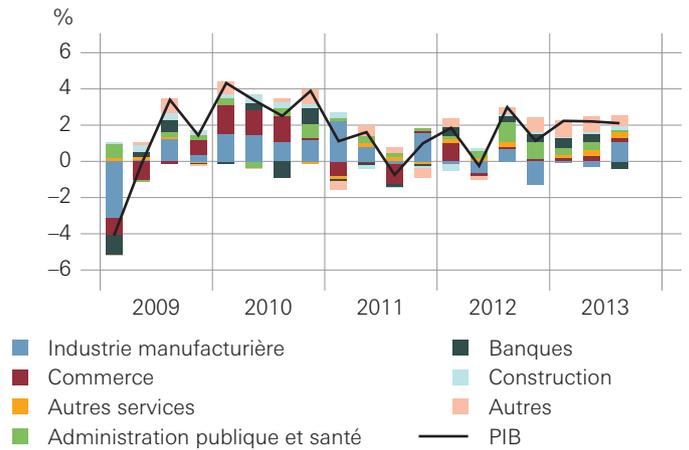
### Reprise dans l'industrie manufacturière

La forte croissance du PIB observée au troisième trimestre a été portée par un effet de rattrapage dans l'industrie manufacturière. La création de valeur a également connu une évolution positive dans plusieurs branches des services (voir graphique 3.1). Le secteur de l'assurance ainsi que celui des services aux entreprises ont enregistré une expansion supérieure à la moyenne, tandis que la création de valeur a reculé dans les services financiers. La construction a aussi apporté une contribution nettement positive à la croissance.

Graphique 3.1

### CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE, PAR SECTEURS

Variation par rapport à la période précédente

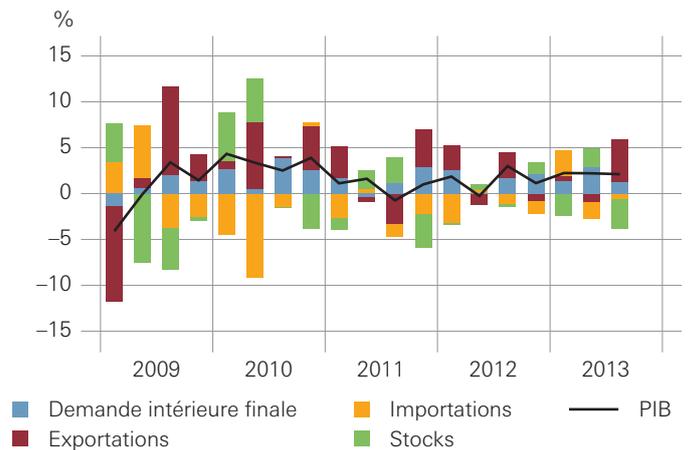


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

### DEMANDE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

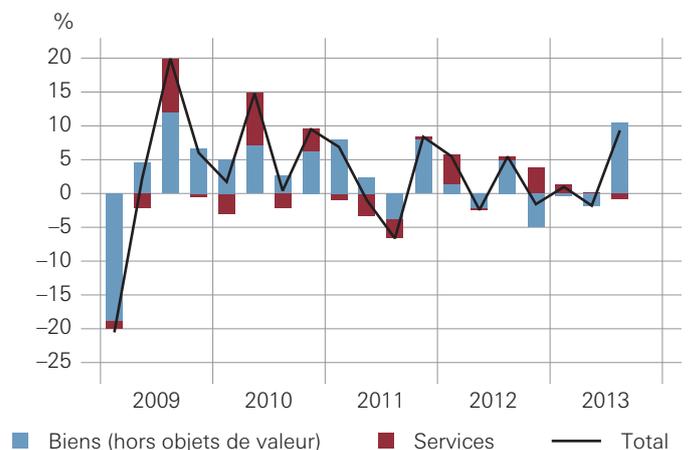


Source: SECO.

Graphique 3.3

### EXPORTATIONS: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

## Forte hausse des exportations

Après avoir évolué faiblement aux trimestres précédents, les exportations se sont clairement redressées (voir graphique 3.3.). Elles ont enregistré une croissance particulièrement vigoureuse du côté des produits chimiques et pharmaceutiques, des instruments de précision et des articles horlogers ainsi que des machines. En termes de destination géographique aussi, la croissance des exportations a reposé sur une large assise. En revanche, les importations n'ont progressé que de façon modérée après avoir enregistré une forte hausse au trimestre précédent (voir graphique 3.4). Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance s'est établie à 4 points au troisième trimestre (voir graphique 3.2 et tableau 3.1).

Tableau 3.1

### PIB RÉEL ET COMPOSANTES

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

	2009	2010	2011	2012	2011	2012				2013		
					T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Consommation privée	1,8	1,7	1,1	2,4	2,8	4,0	0,6	2,8	3,3	2,3	2,2	0,8
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	3,3	0,2	1,2	3,2	3,2	3,2	3,3	3,4	2,6	1,3	0,7	4,6
Investissements	-8,0	4,8	4,5	-0,4	4,6	-0,6	-3,0	-1,4	-0,1	-0,5	7,8	1,6
Construction	3,0	3,5	2,5	-2,9	-3,7	-9,0	1,2	0,1	3,9	4,5	-0,1	4,0
Biens d'équipement	-15,5	5,8	6,1	1,7	11,7	6,9	-6,1	-2,6	-3,2	-4,5	14,8	-0,3
Demande intérieure finale	-0,4	2,2	1,8	1,8	3,2	2,8	0,1	1,9	2,4	1,6	3,3	1,4
Variation des stocks <sup>1</sup>	0,1	0,8	-0,2	-0,1	-3,8	-0,2	0,6	-0,3	1,2	-2,5	2,0	-3,2
Exportations totales <sup>2</sup>	-7,3	7,4	3,8	2,0	8,4	5,5	-2,4	5,5	-1,6	1,0	-1,8	9,3
Biens <sup>2</sup>	-11,1	9,3	6,3	1,9	11,5	2,0	-3,1	7,3	-7,2	-0,6	-2,8	15,7
Services	1,2	3,5	-1,6	2,4	1,5	14,1	-0,9	1,5	11,8	3,9	0,2	-2,4
Importations totales <sup>2</sup>	-5,3	9,1	3,8	3,9	5,6	8,3	-0,7	2,7	3,6	-7,0	4,5	1,5
Biens <sup>2</sup>	-8,3	10,6	3,1	2,5	3,0	8,1	-2,7	3,3	-2,2	-6,4	5,2	3,0
Services	9,0	3,0	6,8	9,4	16,7	9,2	7,7	0,7	28,6	-9,9	2,1	-3,7
Commerce extérieur <sup>3</sup>	-1,6	0,2	0,4	-0,5	1,9	-0,5	-0,9	1,6	-2,2	3,3	-2,7	4,0
<b>PIB</b>	<b>-1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>

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

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

3 Contribution à la croissance en points de pourcentage.

Source: SECO.

### Affaiblissement de la demande intérieure

La demande intérieure finale a quelque peu perdu de sa vigueur au troisième trimestre (voir graphique 3.5 et tableau 3.1). Si la consommation privée a de nouveau été soutenue par une forte immigration, sa progression a été plus faible qu'aux trimestres précédents en raison d'une diminution des dépenses de santé, qui s'étaient considérablement accrues auparavant.

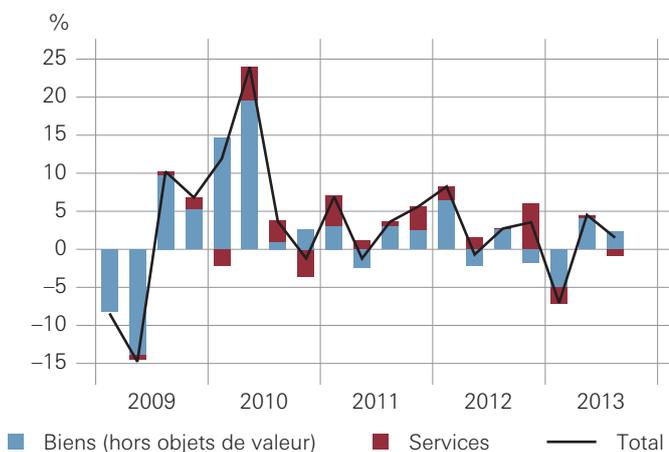
Les investissements en biens d'équipement ont légèrement fléchi au troisième trimestre. Cela s'explique essentiellement par le recul des investissements dans l'aéronautique, généralement volatils. Mais dans d'autres secteurs aussi, les entreprises ont encore investi avec retenue, étant donné le faible taux d'utilisation des capacités techniques et les perspectives économiques incertaines à l'échelle mondiale.

Les investissements en constructions, en revanche, se sont nettement accrus au troisième trimestre. L'activité est restée soutenue notamment dans la construction de logements, qui profite du marché immobilier en pleine expansion. La construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services fait cependant figure d'exception; elle continue à pâtir de l'incertitude relative à l'évolution de l'économie et de l'offre excédentaire qui commence à se dessiner du côté des surfaces de bureaux.

Graphique 3.4

### IMPORTATIONS: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente

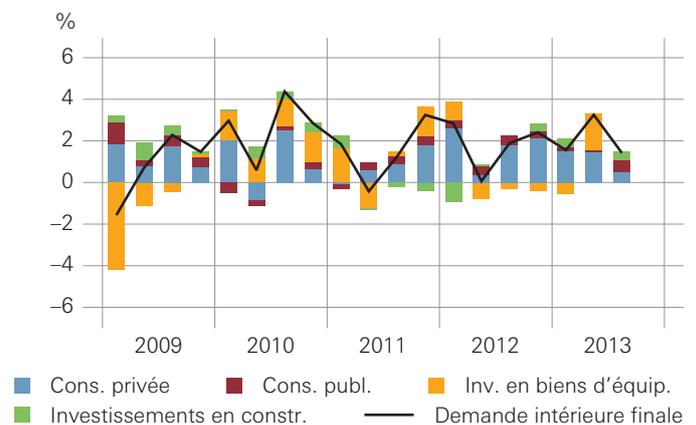


Source: SECO.

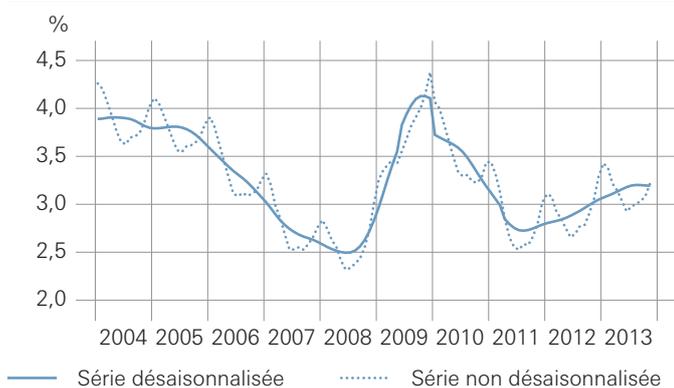
Graphique 3.5

### DEMANDE INTÉRIÈRE FINALE: CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE

Variation par rapport à la période précédente



Source: SECO.

**TAUX DE CHÔMAGE**

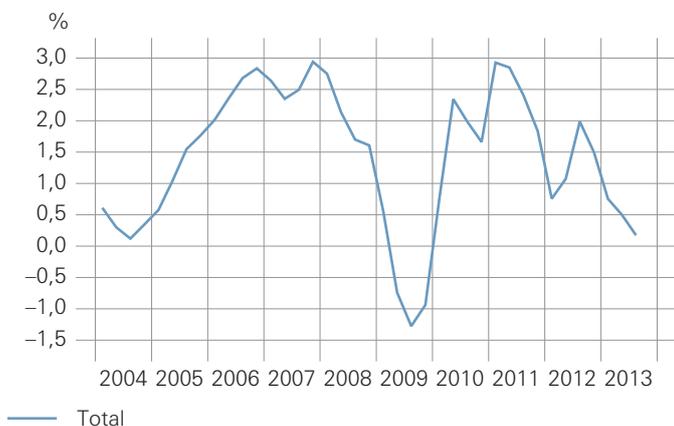
Chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes) jusqu'à 2009 et d'après le recensement de la population de 2010 (4 322 899 personnes) à partir de 2010.  
Source: SECO.

**CHÔMAGE PARTIEL**

Source: SECO.

**PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES**

Variation par rapport à la période précédente



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

**MARCHÉ DU TRAVAIL**

La dynamique du marché du travail a été modérée au troisième trimestre. En comparaison avec d'autres pays, la situation reste toutefois favorable.

**Stagnation du chômage**

Le taux de chômage se maintient à 3,2% depuis le mois de mai (voir graphique 3.6). Il devrait avoir atteint son point culminant. Entre août et novembre, le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a d'ailleurs légèrement reculé en données corrigées des variations saisonnières.

Le chômage partiel est demeuré faible au troisième trimestre. En septembre, il concernait environ 3 650 personnes (voir graphique 3.7).

**Faible hausse du nombre de personnes actives occupées**

Selon la statistique de la population active occupée (SPA0), l'augmentation du nombre de personnes actives occupées s'est encore ralentie au troisième trimestre. Elle s'est presque arrêtée depuis le trimestre précédent, s'inscrivant à 0,2% (voir graphique 3.8).

D'après la statistique de l'emploi (STATEM), des postes ont été créés dans l'industrie manufacturière pour la première fois depuis plus d'un an. Dans les services, le nombre de postes s'est de nouveau accru, bien que dans une mesure nettement moindre qu'au trimestre précédent.

## UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

### Utilisation des capacités de production en lente progression dans l'industrie

Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière a progressé au troisième trimestre, pour atteindre 81,2%. Son niveau reste néanmoins nettement inférieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.9). Dans la construction, en revanche, le taux d'utilisation des machines a de nouveau légèrement reculé, mais demeure très élevé (voir graphique 3.10). En effet, de nombreuses entreprises ont dû faire face à des capacités insuffisantes tant pour les machines et les outils que pour la main-d'œuvre. Dans le secteur des services, les enquêtes menées indiquent un taux d'utilisation moyen.

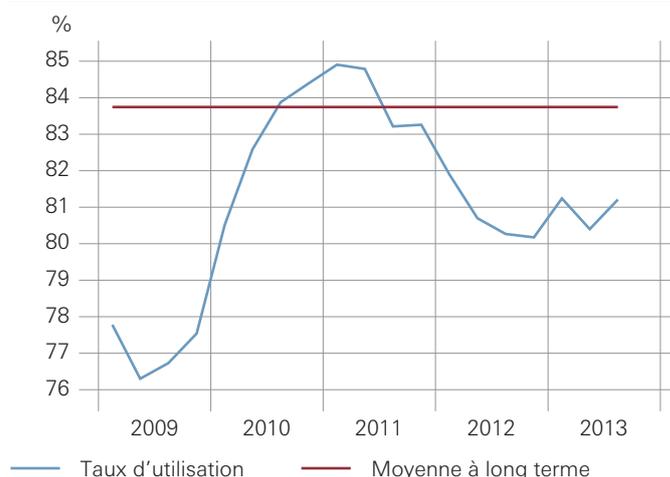
### Resserrement de l'écart de production

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. L'écart de production s'est certes réduit au troisième trimestre en raison de la croissance du PIB supérieure à la moyenne, mais il reste négatif. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart était de -0,9% au deuxième trimestre (voir graphique 3.11). Selon d'autres méthodes d'évaluation (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), il était un peu plus faible et s'établissait à -0,4%.

La divergence entre les estimations reflète la diversité des 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 l'offre de main-d'œuvre, notamment, s'est constamment accrue ces dernières années (principalement du fait de l'immigration), le potentiel de production et, par conséquent, l'écart de production estimés selon cette méthode affichent des niveaux plus élevés que ceux établis à l'aide des méthodes basées sur des filtres exclusivement statistiques.

Graphique 3.9

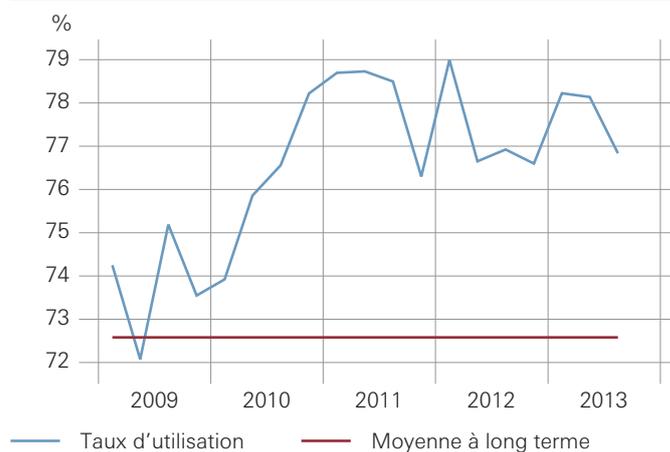
### UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.10

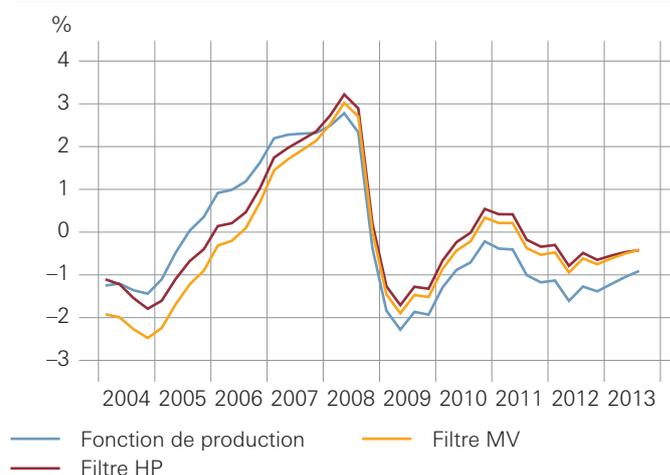
### UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION



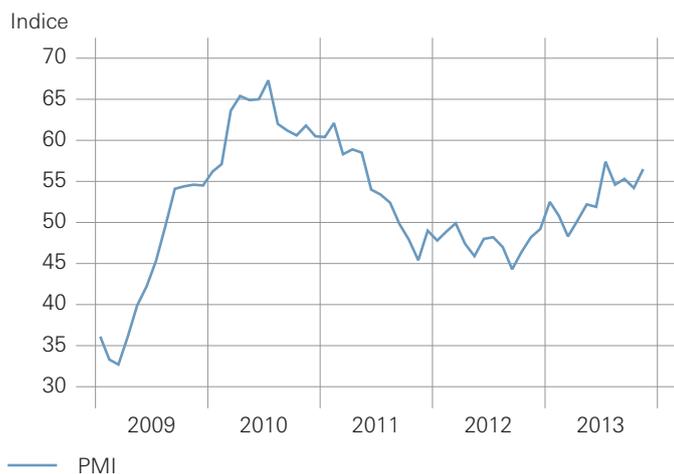
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.11

### ÉCART DE PRODUCTION



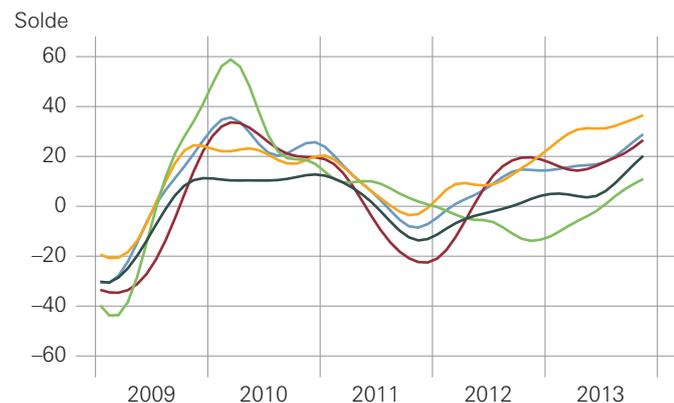
Source: BNS.

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

— PMI

Source: Credit Suisse.

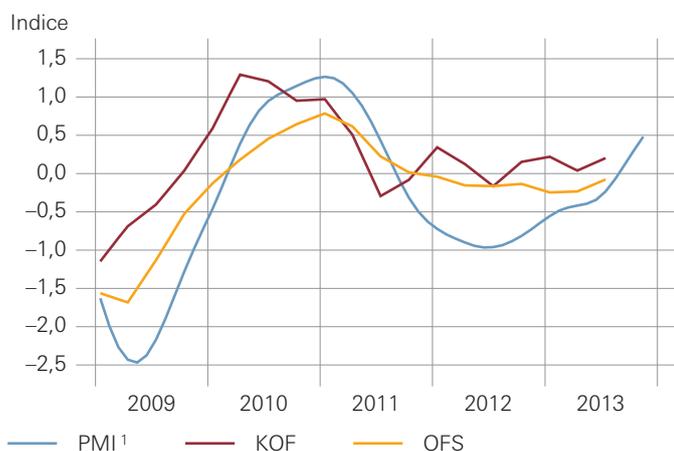
Graphique 3.13

**ENTRÉES DE COMMANDES ATTENDUES**

— Toutes industries — Machines — Métallurgie  
 — Chimie — Horlogerie

Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 3.14

**INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI**— PMI<sup>1</sup> — KOF — OFS<sup>1</sup> Valeurs mensuelles

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

**PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES**

Bien que la conjoncture ait évolué favorablement depuis le début de l'année, les indicateurs disponibles laissent présager un ralentissement temporaire de la croissance au quatrième trimestre. Les exportations de biens, notamment, devraient accuser un léger repli, après avoir affiché une forte hausse au trimestre précédent. Pour 2013, la BNS table toujours sur une croissance du PIB comprise entre 1,5% et 2%.

Par la suite, le PIB devrait croître plus vigoureusement. Les prévisions pour l'année 2014 reposent sur les perspectives pour la conjoncture internationale décrites au chapitre 2. Grâce à la reprise progressive de l'économie mondiale escomptée pour l'an prochain, la situation des secteurs à vocation exportatrice se présentera sous un jour meilleur. Le taux d'utilisation des capacités de production devrait par conséquent croître de nouveau et la situation financière des entreprises, s'améliorer. Dans ces conditions, il faut s'attendre à une reprise graduelle des investissements à partir du milieu de l'année. Les secteurs axés sur le marché intérieur continueront de tirer parti du contexte domestique favorable (marché du travail, immigration, conditions de crédit).

Une progression du PIB d'environ 2% est escomptée pour 2014. Quant au taux de chômage, il a probablement atteint son point culminant et devrait commencer à reculer légèrement au cours de l'année prochaine. En raison de la fragilité de la situation économique internationale, les risques de dégradation continuent de prédominer dans les prévisions de croissance pour la Suisse. Si la conjoncture à l'étranger devait évoluer plus timidement que dans le scénario de base, la reprise attendue dans le secteur des exportations serait reportée.

Les prix à la consommation restent stables. Il en va de même pour les taux d'inflation sous-jacente, qui sont calculés à partir d'un panier réduit. Pour le moment, aucune pression n'est observée non plus du côté des prix de l'offre, situés en amont des prix à la consommation.

Les enquêtes révèlent que les anticipations d'inflation n'ont pratiquement pas changé au cours des derniers mois. Elles sont légèrement supérieures à zéro et évoluent dans une fourchette qui correspond à la stabilité des prix telle qu'elle est définie par la Banque nationale.

Contrairement aux prix à la consommation, les prix de l'immobilier ont fortement augmenté ces dernières années. Par conséquent, la BNS observe leur évolution avec attention. Aux deuxième et troisième trimestres, la hausse des prix s'est ralentie tout en demeurant à un niveau élevé. Toutefois, selon la majorité des indices, les prix de l'immobilier restent nettement supérieurs au niveau enregistré à la période correspondante de l'année précédente.

## PRIX À LA CONSOMMATION

### Renchérissement mesuré par l'IPC pratiquement nul en novembre

Le renchérissement annuel mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) s'est établi à 0,1% en novembre, soit un niveau presque identique à celui du troisième trimestre et légèrement supérieur aux taux négatifs enregistrés au premier semestre. La contribution des prix des biens et services suisses a de nouveau été positive, au contraire de celle des prix des biens et services étrangers (voir tableau 4.1).

Tableau 4.1

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

Variation en % par rapport à l'année précédente

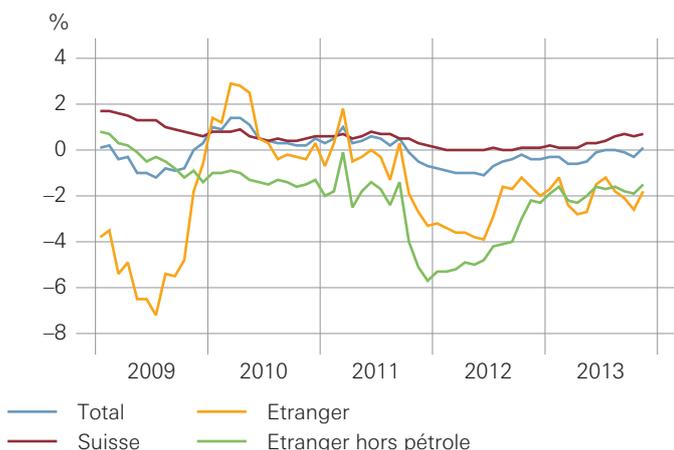
	2012	2012	2013	2013	2013	2013	2013	2013
		T4	T1	T2	T3	Septembre	Octobre	Novembre
<b>IPC, indice général</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>
Biens et services du pays	0,0	0,1	0,1	0,3	0,5	0,7	0,6	0,7
Biens	-1,8	-1,0	-0,8	-0,6	0,2	0,4	-0,1	0,2
Services	0,6	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
Services privés (hors loyers)	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5
Loyers	0,6	0,2	-0,2	0,1	0,7	0,9	0,9	1,4
Services publics	0,4	0,6	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Biens et services de l'étranger	-2,7	-1,6	-1,8	-2,3	-1,7	-2,1	-2,6	-1,8
Hors produits pétroliers	-4,2	-2,5	-1,9	-1,9	-1,7	-1,8	-1,9	-1,5
Produits pétroliers	5,0	3,0	-1,0	-4,3	-1,6	-3,3	-5,6	-3,1

Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.1

**IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS**

Variation par rapport à l'année précédente

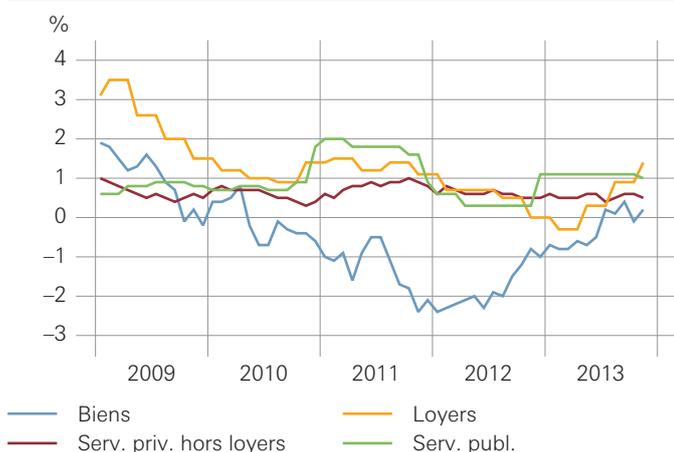


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.2

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

Variation par rapport à l'année précédente

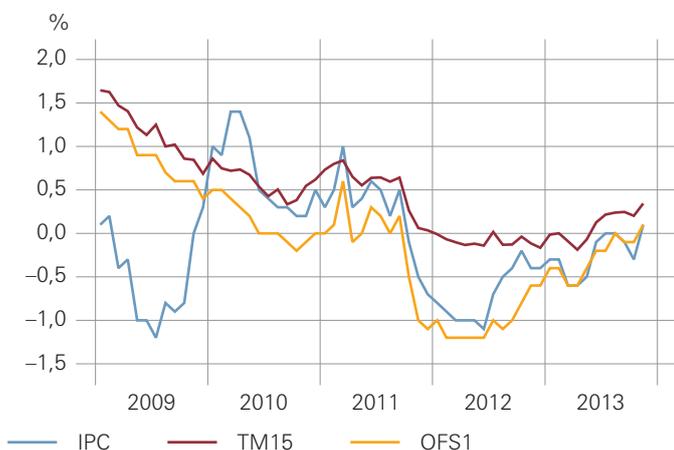


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.3

**INFLATION SOUS-JACENTE**

Variation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

**Prix des biens et services étrangers toujours inférieurs à ceux enregistrés un an auparavant**

Le renchérissement des biens et services étrangers entrant dans la composition de l'IPC était de  $-1,8\%$  en novembre. Il s'était stabilisé aux alentours de  $-2\%$  à l'été 2012 et a suivi depuis une courbe quasi-horizontale. Les fluctuations à court terme qu'il a connues pendant cette période s'expliquent essentiellement par l'évolution du cours du pétrole (voir graphique 4.1).

**Hausse des loyers**

Le renchérissement des biens et services suisses entrant dans la composition de l'IPC s'est légèrement accru au cours de l'année, s'inscrivant à  $0,7\%$  en novembre, suite à la stabilisation des prix des biens et à l'accélération de la hausse des loyers (graphique 4.2). Après deux augmentations, en mai et en août, celle-ci a atteint  $1,4\%$  en novembre. Toutefois, cette progression est artificiellement gonflée par un effet de base statistique. En 2012, les loyers avaient progressivement baissé à partir du mois de février, ce qui explique en partie l'accélération enregistrée durant l'année en cours.

**Taux de l'inflation sous-jacente toujours bas**

En novembre, la moyenne tronquée (TM15) calculée par la Banque nationale et l'inflation sous-jacente 1 établie par l'Office fédéral de la statistique (OFS1) s'inscrivaient respectivement à  $0,3\%$  et  $0,1\%$  (voir graphique 4.3). C'est la première fois depuis septembre 2011 que l'OFS 1 est de nouveau positive. Néanmoins, les deux indicateurs continuent de faire apparaître une inflation sous-jacente extrêmement faible.

**PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION****Prix de l'offre globalement stables**

L'augmentation annuelle des prix de l'offre (prix à la production et à l'importation) évolue toujours dans une fourchette de valeurs proches de zéro. Elle a progressé entre mai et juin, se hissant au-dessus de zéro, et a rechuté depuis. En octobre, elle était de  $-0,3\%$  (voir graphique 4.4).

L'inflation sous-jacente calculée par l'OFS pour les prix de l'offre repose sur un panier de biens qui exclut ceux dont les prix sont très volatils. En octobre, elle s'établissait à  $0\%$ , ce qui indique que l'évolution des prix de l'offre n'exerce actuellement aucune pression à la hausse ou à la baisse sur les prix à la consommation.

## PRIX DE L'IMMOBILIER

### Ralentissement de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel

Aux deuxième et troisième trimestres, l'augmentation des prix de l'immobilier résidentiel a été moins forte qu'en 2012 et qu'au premier trimestre 2013. D'après certains indices, les prix auraient même baissé entre le deuxième et le troisième trimestre. Néanmoins, leur niveau restait nettement supérieur à celui atteint un an auparavant: la hausse est, selon les indices, de 4% à 8% pour les appartements en propriété par étage (PPE) et de 2% à 6% pour les maisons familiales.

Selon les indices de Wüest & Partner et du CIFI, les prix des appartements en PPE ont de nouveau augmenté entre le deuxième et le troisième trimestre. En revanche, l'indice de Fahrländer Partner fait ressortir une baisse (voir graphique 4.5). En ce qui concerne les maisons familiales, seul l'indice du CIFI reflète une nouvelle hausse des prix par rapport au trimestre précédent; les deux autres indices, quant à eux, font apparaître un recul.

### Evolution divergente des loyers pour les nouveaux baux et les baux en cours

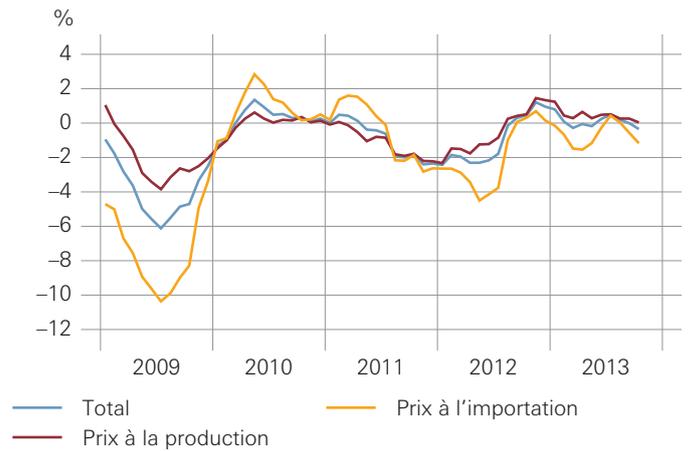
Au troisième trimestre, les loyers des appartements proposés sur le marché (nouveaux baux) enregistrés par Wüest & Partner ont dépassé de plus de 3% le niveau atteint à la même période de l'année précédente. Leur renchérissement s'est ainsi quelque peu accéléré. Etant donné que le renchérissement annuel des contrats de bail existants (baux en cours) mesuré par la composante loyer de l'IPC a lui aussi augmenté, l'écart de renchérissement entre les deux types de baux est resté pratiquement inchangé (voir graphique 4.6).

Le renchérissement des nouveaux baux demeure nettement supérieur à celui des baux en cours. Cela s'explique notamment par le fait que les loyers des baux en cours sont légalement liés au taux d'intérêt de référence. Or, celui-ci a été progressivement réduit ces dernières années et s'inscrit à 2% depuis septembre 2013.

Graphique 4.4

### PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente

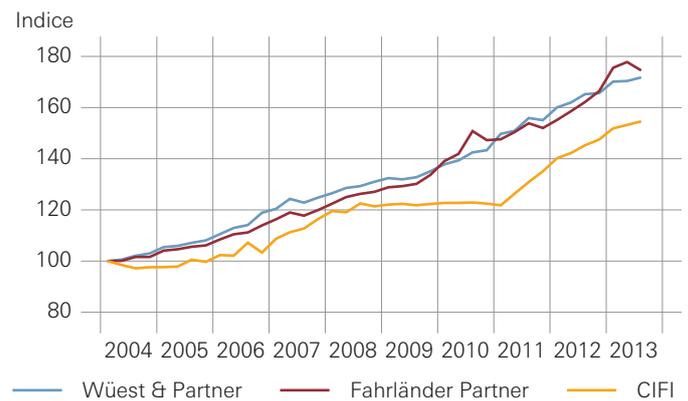


Source: OFS.

Graphique 4.5

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

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

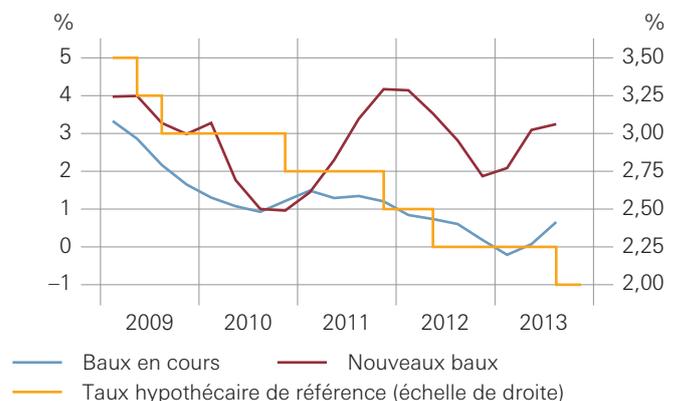


Sources: CIFI, Fahrländer Partner et Wüest & Partner.

Graphique 4.6

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

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



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

## 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 n'ont guère évolué ces derniers mois. Toutefois, si l'inflation attendue reste faible à court terme, il faut néanmoins s'attendre à des valeurs légèrement plus élevées à moyen terme.

L'enquête trimestrielle du SECO menée en octobre montre que 54% des ménages interrogés tablaient sur une hausse modérée des prix durant les douze prochains mois (graphique 4.7). Cette proportion a légèrement augmenté, comme elle l'avait fait en juillet. En revanche, la part des personnes interrogées qui s'attendent à des prix inchangés ou en baisse s'est réduite. Celle des personnes qui anticipent des prix en forte hausse se maintient à un très faible niveau depuis plusieurs années.

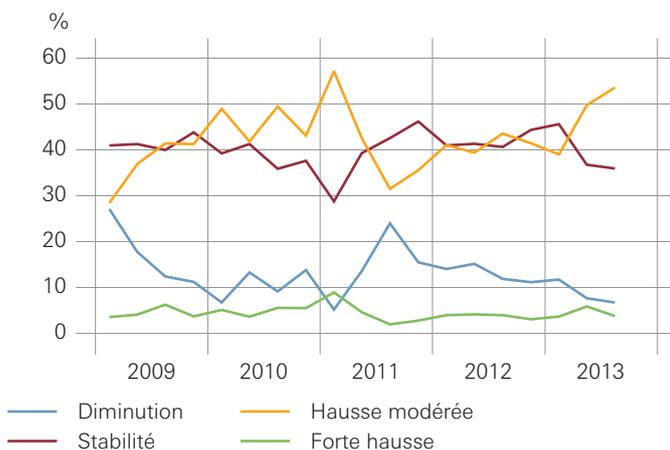
Selon le rapport sur le marché financier établi par le Credit Suisse et le ZEW (Credit Suisse ZEW Financial Market Report), 71% des analystes financiers interrogés en novembre prévoient des taux de renchérissement annuel toujours aussi faibles dans les six prochains mois, un quart tablaient sur des taux en hausse, et les autres s'attendaient à des taux en baisse.

Les entretiens menés avec des entreprises de tous les secteurs économiques par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale fournissent des informations chiffrées sur les anticipations d'inflation. Au quatrième trimestre, celles-ci s'établissaient pour les six à douze prochains mois à 0,4%, alors qu'elles étaient de 0,5% au trimestre précédent. Le taux d'inflation attendu dans deux ans, défini par Deloitte dans le cadre de son enquête effectuée auprès des CFO, s'élevait à 1,3% au troisième trimestre, soit un niveau légèrement supérieur à celui du trimestre précédent (1,2%).

Graphique 4.7

### PRIX ATTENDUS

Enquête sur l'évolution attendue des prix dans les 12 mois



Sources: BNS et SECO.

Les taux d'intérêt à long terme ont quelque peu diminué au quatrième trimestre, après avoir augmenté sur le plan mondial, le trimestre précédent, à la suite des discussions portant sur une éventuelle réduction des achats d'obligations par la Réserve fédérale des Etats-Unis. En revanche, la baisse des taux d'intérêt que la BCE a décidée le 7 novembre a eu peu de répercussions sur la Suisse. Peut-être est-ce dû au fait que les taux d'intérêt sur le marché monétaire de la zone euro, qui étaient déjà à un niveau très bas, ne se sont pas repliés davantage après cette décision.

Les écarts entre les taux d'inflation en Suisse et à l'étranger se sont réduits. En effet, le niveau des prix a cessé de baisser en Suisse, et l'inflation diminue à l'étranger, en particulier dans la zone euro. La réduction des écarts entre les taux d'inflation signifie que la valeur extérieure du franc, en termes réels, ne varie quasiment plus et s'inscrit toujours nettement au-dessus de sa moyenne à long terme. En l'absence d'une dépréciation substantielle en termes nominaux, le franc se maintiendra donc à un niveau élevé.

Abstraction faite de l'attribution de la licence bancaire à PostFinance SA, les avoirs que les banques détiennent en comptes de virement à la BNS n'ont plus augmenté. En outre, les agrégats M1, M2 et M3 croissent, depuis l'été, à des rythmes nettement moins vigoureux, ce qui s'explique surtout par la hausse des taux d'intérêt à long terme. Les liquidités dont disposent les ménages et les entreprises restent néanmoins abondantes. Dans le passé, des liquidités durablement élevées étaient généralement le signe de risques inflationnistes. Pour le moment, une telle corrélation n'est pas observable en raison de la crise financière. Ainsi, les taux d'inflation se sont maintenus à un bas niveau, ces dernières années, en dépit de liquidités exceptionnellement élevées.

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

Au cours du trimestre écoulé, 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 1 euro, après avoir réduit, en août de la même année, la marge de fluctuation du Libor à trois mois et l'avoir ainsi ramenée à 0%–0,25%.

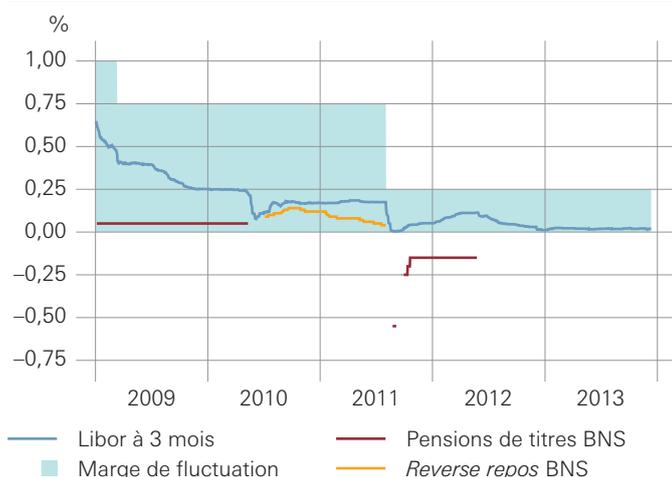
#### **Stabilité des avoirs à vue à la BNS**

Depuis l'examen de mi-septembre, les avoirs à vue à la BNS sont restés presque inchangés. Ils portaient sur 366,7 milliards de francs dans la semaine du 2 au 6 décembre 2013 (dernière semaine avant l'examen de mi-décembre), contre 369,5 milliards dans la semaine qui a précédé l'examen de mi-septembre. Entre mi-septembre et mi-décembre, ils s'élevaient en moyenne à 368,6 milliards de francs. De ce montant, 318,9 milliards de francs revenaient aux avoirs en comptes de virement des banques en Suisse, et le solde, soit 49,7 milliards, 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 14,7 milliards de francs en moyenne entre le 20 août et le 19 novembre 2013. Par rapport à la période précédente (du 20 mai au 19 août), elles ont augmenté de 1%. En moyenne, les banques dépassaient d'environ 310,3 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 297,6 milliards). Les réserves excédentaires des banques sont donc toujours extrêmement élevées.

## TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

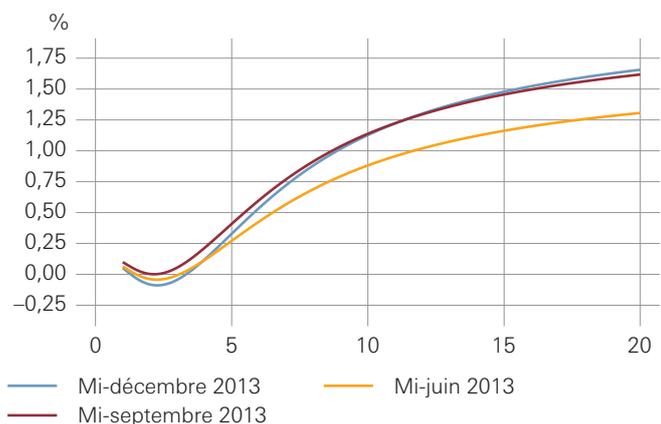


Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5.2

## STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX

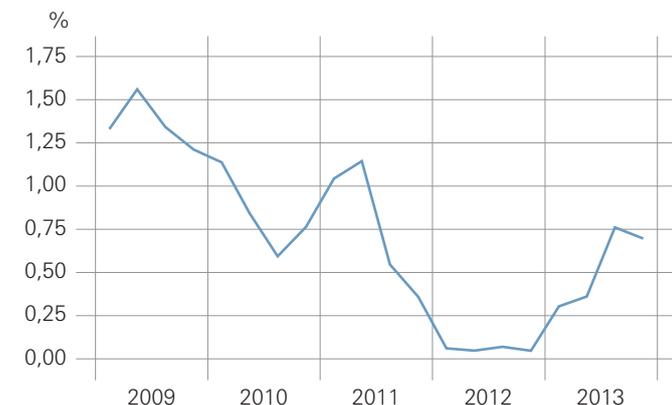
Selon Nelson-Siegel-Svensson. Durées en années (abscisse)



Source: BNS.

Graphique 5.3

## TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ESTIMÉ

Obligations à dix ans de la Confédération  
Inflation attendue estimée à l'aide d'un modèle VAR

Source: BNS.

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

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

Depuis mi-septembre, la situation n'a guère évolué sur le marché monétaire. Les liquidités toujours abondantes se sont traduites une fois encore par un faible volume des opérations et par un bas niveau des taux d'intérêt à court terme (voir graphique 5.1).

Le Libor à trois mois s'établissait à 0,02% mi-décembre, comme les trimestres précédents. Les taux d'intérêt sur le marché monétaire gagé (Swiss Average Rates) et les rendements à l'émission des créances comptables à court terme sur la Confédération se sont maintenus dans la zone négative.

### Léger repli des taux d'intérêt à long terme

Les rendements des emprunts d'Etat à long terme des principales économies se sont quelque peu repliés au quatrième trimestre, après avoir marqué au troisième trimestre des hausses, sensibles pour plusieurs d'entre eux, à la suite surtout de spéculations quant à une politique monétaire moins expansionniste aux Etats-Unis. Les rendements des emprunts de la Confédération ont suivi la même évolution. Le rendement des emprunts fédéraux à dix ans s'établissait à 1,1% mi-décembre, contre 1,2% mi-septembre.

### Courbe des rendements un peu plus raide

Les rendements des titres d'une durée allant jusqu'à 10 ans ont légèrement diminué. Aussi la courbe des rendements est-elle actuellement un peu plus raide qu'il y a trois mois (voir graphique 5.2).

### Légère baisse des taux d'intérêt réels

Les taux d'intérêt réels ont quelque peu reculé à la suite des anticipations d'inflation restées inchangées pour l'essentiel et de la légère baisse des rendements en termes nominaux. Le taux d'intérêt réel estimé à dix ans s'inscrivait à près de 0,7% au quatrième trimestre (voir graphique 5.3). Il est calculé à partir du rendement des obligations fédérales à dix ans et de l'inflation attendue dans la même période, inflation qui est estimée à l'aide de modèles vectoriels autorégressifs (VAR).

## COURS DE CHANGE

### Appréciation du franc en décembre

Dans la première moitié de décembre, le franc s'est raffermi face à l'euro et au dollar des Etats-Unis. Début décembre, les cours de ces monnaies étaient encore quasiment à leur niveau de mi-septembre.

Les fluctuations de cours enregistrées entre mi-septembre et fin novembre se sont avérées peu durables. La crise politique en Italie et la baisse des taux d'intérêt de la BCE ont engendré, en septembre et en novembre, un affaiblissement passager de l'euro vis-à-vis du franc. Le dollar des Etats-Unis a lui aussi subi des replis temporaires, dus à la querelle ayant éclaté au Congrès américain au sujet du budget et à la décision de la Réserve fédérale de poursuivre ses achats de titres.

Sur l'ensemble de l'année, la faiblesse du yen reste l'évolution la plus marquante sur les marchés des changes. Face au franc, la monnaie japonaise a chuté d'environ 20% par rapport à décembre 2012.

### Léger durcissement des conditions monétaires

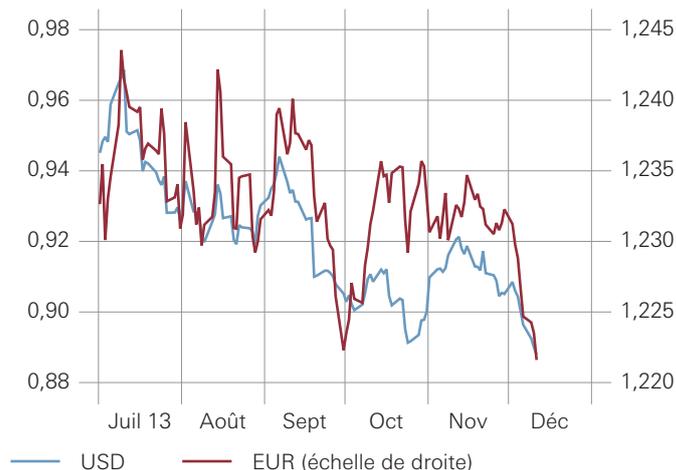
Depuis mi-septembre, les conditions monétaires se sont quelque peu resserrées à la suite de l'appréciation du franc. L'indice des conditions monétaires (ICM), qui fait l'objet du graphique 5.5, intègre les variations du Libor à trois mois et celles de la valeur extérieure du franc, en termes nominaux, pondérée 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). L'indice est remis à zéro après chaque examen de la situation économique et monétaire. Ainsi, s'il affiche une valeur positive, il indique un durcissement des conditions monétaires.

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

En termes réels, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, a augmenté de 1,4% entre juillet et octobre. En dépit de cette hausse, elle a toutefois peu varié sur l'ensemble de l'année (voir graphique 5.6). Elle reste bien au-dessus de sa moyenne à long terme.

Graphique 5.4

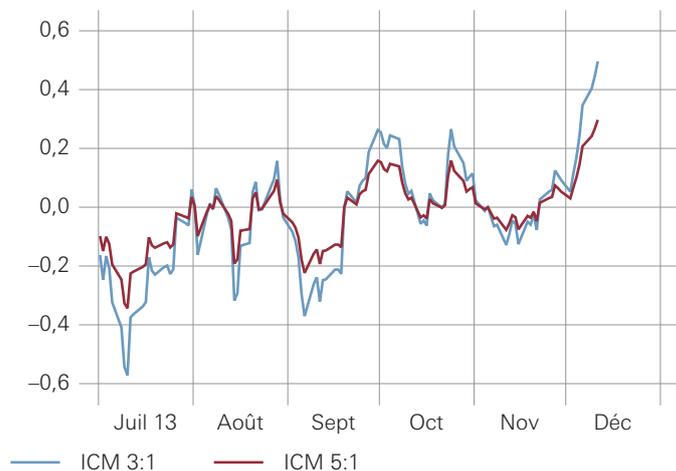
### COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.5

### INDICE NOMINAL DES CONDITIONS MONÉTAIRES

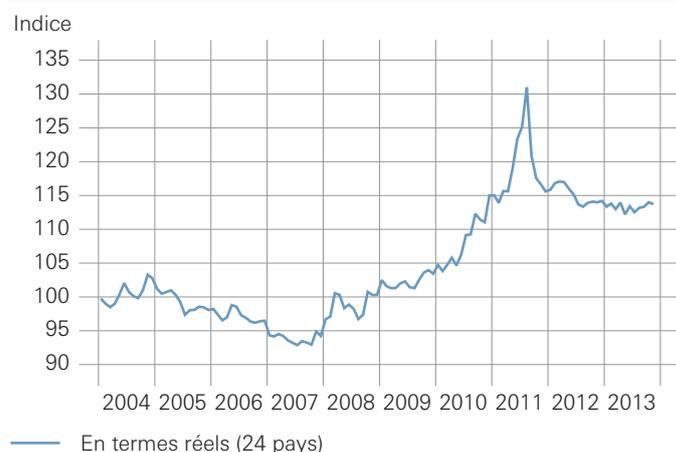


Source: BNS.

Graphique 5.6

### VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC

Pondérée par le commerce extérieur; janvier 1999 = 100



— En termes réels (24 pays)

Source: BNS.

## MARCHÉ DES ACTIONS

### Climat favorable sur le marché des actions

Depuis mi-octobre, les cours des actions ont augmenté sur le plan mondial après le compromis qui a mis fin à la querelle budgétaire et le relèvement du plafond de la dette aux Etats-Unis. Selon les récentes données trimestrielles des grandes sociétés anonymes, de nombreuses entreprises semblent avoir réussi à réduire leurs coûts. Les taux d'inflation en repli dans les grands pays industrialisés et, partant, la perspective d'une politique monétaire restant expansionniste ont également contribué à ce climat favorable.

### SMI proche de son pic de l'année

Mi-décembre, le Swiss Market Index (SMI) s'établissait environ 17% au-dessus de son niveau de fin 2012. Il était ainsi très légèrement au-dessous de son pic de l'année, atteint en mai. La récente hausse du SMI est allée de pair avec une diminution de l'incertitude sur le marché. Mesurée sur la base du prix des options, la volatilité attendue à 30 jours pour le SMI était à un bas niveau mi-décembre (voir graphique 5.7).

Graphique 5.7

### COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ



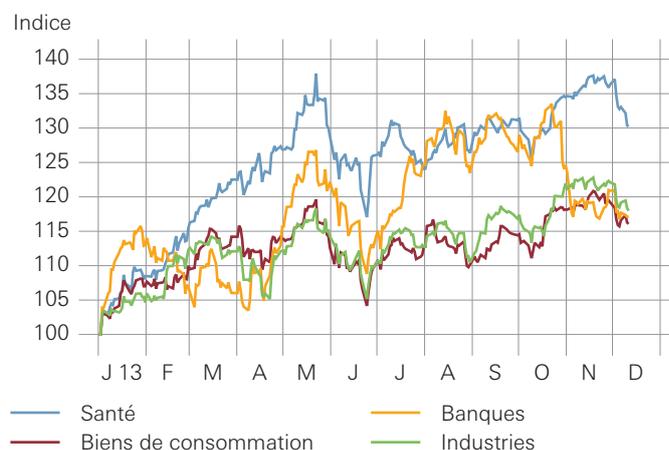
### Valeurs bancaires sous pression

Le graphique 5.8 montre l'évolution de quatre sous-indices importants du Swiss Performance Index (SPI), qui portent sur les banques, la santé, l'industrie et les biens de consommation. Les valeurs de la santé – un sous-indice où les grandes entreprises pharmaceutiques jouent un rôle dominant – ont enregistré la meilleure performance depuis le début de l'année. Les valeurs bancaires ont cédé du terrain, ces derniers mois, en partie à la suite des discussions au sujet d'un nouveau durcissement des dispositions régissant les fonds propres des deux grandes banques.

Graphique 5.8

### SPI – EVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

Début de la période = 100



**Monnaie centrale stable**

La monnaie centrale, soit les billets de banque et les avoirs que les banques en Suisse détiennent en comptes de virement à la BNS, n'a guère varié depuis l'examen de mi-septembre. Son accroissement durant les mois de juin et de juillet est dû à l'obtention par PostFinance SA de la licence bancaire (voir Rapport sur la politique monétaire, Bulletin trimestriel 3/2013). Depuis, les avoirs que PostFinance détient sur son compte de virement à la BNS entrent dans la composition de la monnaie centrale. Sans le changement de statut de PostFinance, la monnaie centrale serait restée quasiment stable depuis septembre 2012. Sur une plus longue période, cet agrégat s'établit toujours à un niveau très élevé (voir graphique 5.9).

**Ralentissement de la croissance des autres agrégats**

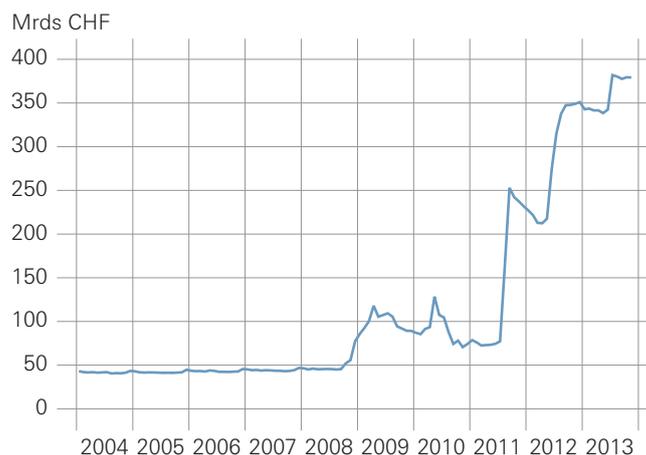
Contrairement à d'autres pays, la Suisse n'a pas été confrontée à un resserrement des crédits bancaires ces dernières années. La transmission, par le secteur bancaire, de la politique monétaire expansionniste n'a pas été entravée par la crise économique et financière et a continué à bien fonctionner. Les taux d'intérêt étant bas, les agrégats monétaires et les crédits bancaires ont augmenté vigoureusement.

Au second semestre 2013, l'évolution des agrégats M1, M2 et M3 a marqué un ralentissement (voir graphique 5.10). Les taux de croissance ont fléchi, passant de quelque 10% dans la première moitié de l'année à moins de 5%. Ce repli s'explique en partie par la nette hausse des taux d'intérêt à long terme en juin. Un effet de base a également joué un rôle: les agrégats monétaires s'étaient vivement accrus, entre juin et septembre 2012, à la suite des interventions de la BNS sur les marchés des changes.

En novembre, M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) dépassait de 4,7% son niveau du mois correspondant de 2012. Durant la même période, M2 (M1 et dépôts d'épargne) et M3 (M2 et dépôts à terme) ont progressé de respectivement 4,3% et 4,2% (voir tableau 5.1). Ces taux de croissance pour M1, M2 et M3 reposent sur des données corrigées, soit des données incluant PostFinance en tant que banque, y compris dans la période précédant l'obtention de la licence bancaire.

Graphique 5.9

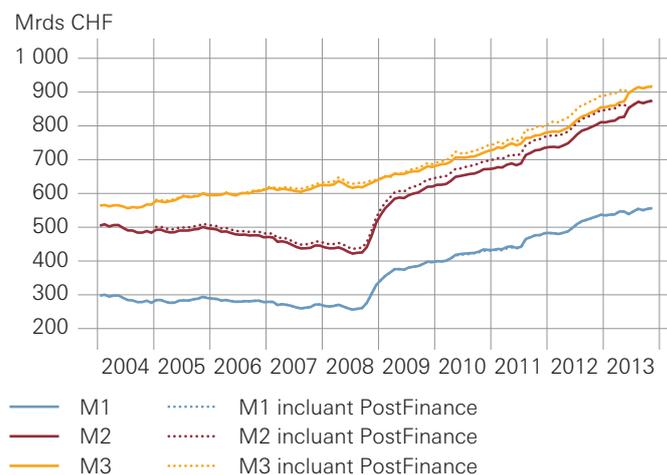
**MONNAIE CENTRALE**



Source: BNS.

Graphique 5.10

**AGRÉGATS MONÉTAIRES**

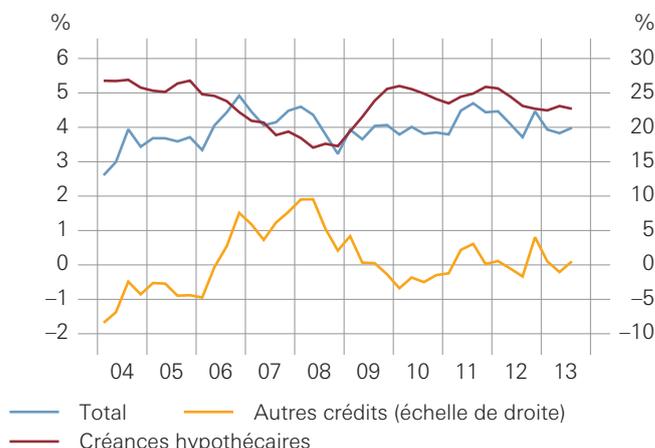


Source: BNS.

Graphique 5.11

**CRÉDITS BANCAIRES EN FRANCS**

Variation par rapport à l'année précédente



Source: BNS.

### Croissance robuste des crédits hypothécaires

Entre le troisième trimestre 2012 et la même période de 2013, les crédits bancaires ont augmenté de 3,5%. Leur croissance est ainsi restée inchangée (voir tableau 5.1).

Les créances hypothécaires, qui constituent plus de quatre cinquièmes de l'ensemble des crédits bancaires, dépassaient de 4,5%, au troisième trimestre, leur niveau de la période correspondante de 2012. En dépit de la légère hausse des taux hypothécaires, le niveau des taux d'intérêt est resté historiquement bas, ce qui a continué de stimuler l'expansion des créances hypothécaires. La ventilation selon les débiteurs montre que les taux de croissance des créances hypothécaires ont faibli du côté des prêts aux ménages, mais augmenté du côté des prêts aux entreprises du secteur privé.

Depuis le début de la crise économique et financière, les autres crédits ont plus ou moins stagné. Comme ils ont généralement un caractère très cyclique, leur évolution est en phase avec une activité économique modérée. Au troisième trimestre, les autres crédits étaient inférieurs de 1,8% à leur niveau de la même période de l'année précédente. Ce repli est dû à la part qui est libellée en monnaies étrangères. Quant à la part libellée en francs, elle a en revanche légèrement augmenté par rapport à son niveau du troisième trimestre 2012 (voir graphique 5.11).

Tableau 5.1

### AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2012	2012	2013			2013		
		T4	T1	T2	T3	Septembre	Octobre	Novembre
<b>M1 (y c. PostFinance) <sup>1</sup></b>	<b>11,8</b>	<b>11,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,0</b>	<b>6,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>
<b>M2 (y c. PostFinance) <sup>1</sup></b>	<b>10,3</b>	<b>10,0</b>	<b>10,1</b>	<b>9,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>
<b>M3 (y c. PostFinance) <sup>1</sup></b>	<b>9,6</b>	<b>10,5</b>	<b>10,2</b>	<b>9,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>
<b>Crédits bancaires, total <sup>2, 4</sup></b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	
Créances hypothécaires <sup>2, 4</sup>	4,8	4,5	4,5	4,6	4,5	4,5	4,5	
Ménages <sup>3, 4</sup>	4,9	4,5	4,2	4,1	3,9	3,9	3,9	
Entreprises du secteur privé <sup>3, 4</sup>	4,9	4,9	5,5	6,4	6,5	6,4	6,3	
Autres crédits <sup>2, 4</sup>	-0,1	1,6	0,4	-1,5	-1,8	-3,6	-4,1	
gagés <sup>2, 4</sup>	3,0	7,9	5,1	2,2	-1,5	-4,8	-5,8	
non gagés <sup>2, 4</sup>	-2,0	-2,3	-2,6	-3,9	-2,0	-2,8	-2,9	

<sup>1</sup> PostFinance SA a obtenu la licence bancaire le 26 juin 2013. Les taux de croissance indiqués ici reposent sur les chiffres retraités pour la période allant de janvier 2005 à mai 2013 (voir Bulletin mensuel de statistiques économiques, tableau B2a sur Internet, et les explications détaillées dans le Bulletin mensuel de statistiques économiques d'août 2013, page III).

<sup>2</sup> Bilans mensuels.

<sup>3</sup> Statistique sur l'encours des crédits.

<sup>4</sup> Les taux de croissance des crédits bancaires et de leurs composantes tiennent compte des informations données par les banques sur des modifications de leur pratique en matière de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance présentés dans le Bulletin mensuel de statistiques bancaires.

Source: BNS.

### Hausse du rapport entre les crédits bancaires et le PIB

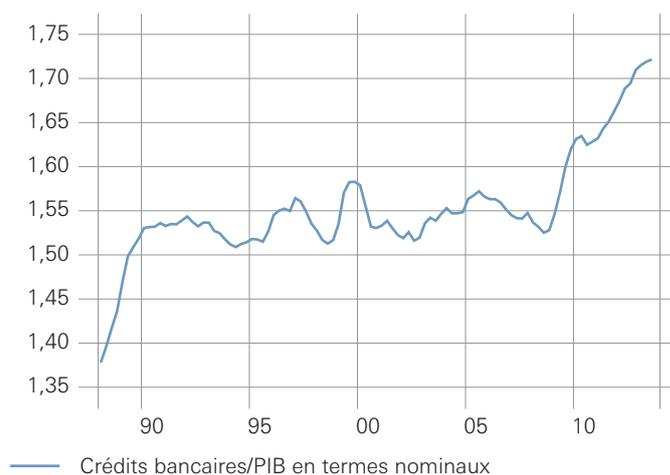
La vigoureuse croissance que les crédits bancaires ont enregistrée ces dernières années se reflète dans le rapport entre ces crédits et le PIB en termes nominaux (voir graphique 5.12). Après avoir sensiblement augmenté vers la fin des années 1980, ce rapport est resté assez stable jusqu'au milieu de 2008. Depuis l'éclatement de la crise économique et financière, il a de nouveau marqué une nette hausse. On peut en déduire que les crédits bancaires ont soutenu la demande globale. Toutefois, une forte expansion des crédits implique également un risque pour la stabilité financière. Dans le passé, une croissance excessive des crédits a souvent été à l'origine de difficultés ultérieures au sein du secteur bancaire.

### Activation du volant anticyclique de fonds propres

Sur proposition de la BNS, le Conseil fédéral a décidé, le 13 février 2013, d'activer pour la première fois le volant anticyclique de fonds propres, un instrument prévu par l'ordonnance sur les fonds propres (OFR). Ce volant oblige les banques à détenir, sur les prêts hypothécaires servant au financement de l'immobilier résidentiel en Suisse, des fonds propres supplémentaires à hauteur de 1% des positions correspondantes, pondérées en fonction des risques. Il est à détenir à partir du 30 septembre 2013 et s'ajoute aux autres exigences auxquelles les banques doivent satisfaire en matière de fonds propres.

Graphique 5.12

### RAPPORT ENTRE CRÉDITS BANCAIRES ET PIB



Source: BNS.

---

# Tendances conjoncturelles

Réseau économique régional de la BNS

Rapport des délégués aux relations avec l'économie régionale destiné à la Direction générale de la BNS pour l'examen trimestriel de la situation de décembre 2013

## **Quatrième trimestre 2013**

Les délégués de la BNS entretiennent des contacts réguliers avec des entreprises des divers secteurs de l'économie.

Le présent rapport se fonde sur les entretiens menés durant les mois d'octobre et de novembre 2013 avec 239 chefs d'entreprise et dirigeants au sujet de la situation actuelle et future de leur entreprise et de l'économie en général. Les entreprises interrogées varient d'un trimestre à l'autre; elles reflètent la structure sectorielle de l'économie suisse selon la ventilation du PIB (hors agriculture et services publics).

### **Régions**

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

### **Délégués**

Jean-Marc Falter  
Martin Wyss  
Walter Näf  
Daniel Hanimann  
Fabio Bossi  
Jean-Pierre Jetzer  
Aline Chabloz  
Markus Zimmerli

Selon les résultats de l'enquête, l'économie suisse a de nouveau affiché une solide croissance au quatrième trimestre 2013. En outre, les perspectives de la marche des affaires se sont sensiblement améliorées.

La croissance a reposé sur une large assise dans tous les secteurs. Pour l'industrie manufacturière, la dynamique n'a toutefois plus été aussi forte qu'au trimestre précédent. La persistance d'une conjoncture favorable en Suisse a eu des effets stimulants. Dans l'industrie d'exportation, les Etats-Unis ainsi que les pays d'Asie et du Proche-Orient ont été les principaux moteurs de la croissance. La demande des pays d'Europe s'est légèrement redressée, surtout celle provenant d'Allemagne, mais aussi du Royaume-Uni. La demande des pays d'Europe du Sud est encore demeurée largement insuffisante. Les entreprises continuent d'apprécier le cours plancher, qui a une action stabilisatrice sur la planification des affaires.

Les marges ont de nouveau été plus faibles qu'à l'accoutumée pour l'industrie et les services; en revanche, elles sont restées au niveau habituel dans la construction. La demande de main-d'œuvre a stagné par rapport au trimestre précédent.

Les perspectives de progression des chiffres d'affaires en termes réels pour les prochains mois sont nettement plus optimistes dans tous les secteurs. En outre, les interlocuteurs jugent à présent le niveau des stocks de produits finis adéquat, alors que la tendance a longtemps consisté à réduire un léger excédent. Les entreprises laissent entendre qu'elles souhaitent augmenter légèrement le nombre de postes de travail; les investissements, en revanche, devraient stagner.

Selon les entrepreneurs, certaines interventions politiques en Suisse, conjuguées à la réglementation croissante, pourraient compromettre les conditions générales à l'avenir. Toutefois, l'inquiétude suscitée par les risques économiques et financiers en Europe s'est encore estompée.

### **Industrie: persistance d'une tendance à la hausse**

La marche des affaires dans l'industrie manufacturière s'est de nouveau améliorée depuis la dernière enquête, à la fois par rapport au trimestre précédent et à la même période en 2012. Néanmoins, les chiffres d'affaires n'ont pas progressé aussi fortement qu'au troisième trimestre 2013.

La situation s'est révélée nettement plus favorable dans l'industrie des machines ainsi que dans la métallurgie. Les représentants de l'industrie alimentaire et de l'industrie textile ont, eux aussi, enregistré des chiffres d'affaires plus élevés qu'au trimestre précédent. Quelques branches, notamment la chimie, les matières plastiques et les instruments de précision, ont vu leur activité stagner.

La demande intérieure s'est encore maintenue à un niveau élevé. La demande des pays d'Europe a été plutôt modérée, à l'exception de celle de l'Allemagne et du Royaume-Uni. Celle des Etats-Unis, d'Asie et de Russie a eu un effet stimulant. La hausse de la demande provenant du Proche-Orient a également profité à certaines branches.

### **Construction: dynamique ininterrompue**

Dans la construction, les chiffres d'affaires en termes réels se sont accrus par rapport au trimestre précédent. Les chiffres d'affaires en données corrigées des variations saisonnières ont été supérieurs à ceux du troisième trimestre pour plus de 40% des entreprises interrogées et sont restés stables pour la moitié d'entre elles.

Le second œuvre a de nouveau connu une évolution dynamique. La croissance s'est ralentie dans le bâtiment, et les chiffres d'affaires enregistrés dans le génie civil ont été caractérisés par une évolution au tracé plutôt plat.

### **Services: croissance modeste**

Dans les services, la croissance modeste mais reposant sur une large assise s'est poursuivie. Pour 45% des entreprises interrogées, les chiffres d'affaires ont été plus élevés qu'au trimestre précédent; ils sont restés identiques pour 40% d'entre elles.

La marche des affaires a été relativement dynamique dans les branches suivantes: télécommunications, conseil juridique, agences de voyage et services liés à la gestion des bâtiments. La situation s'est améliorée dans le secteur bancaire et dans les autres services financiers, notamment grâce à la hausse du volume des opérations sur différence d'intérêts. Cependant, plusieurs branches – technologies de l'information, restauration, publicité – ressentent toujours les effets des efforts déployés par les banques pour réduire leurs frais d'exploitation.

Une hausse des chiffres d'affaires a également été enregistrée dans le commerce de gros et de détail. Le tourisme d'achat a été peu évoqué; dans certaines régions frontalières, plusieurs signes indiquent que les

consommateurs suisses dépensent de nouveau davantage dans leur pays et que les achats effectués en Suisse par les habitants des régions limitrophes augmentent légèrement. Les entreprises de commerce de détail ont été nombreuses à souligner l'importance grandissante des achats en ligne. Le secteur immobilier, les agences de placement de personnel et les restaurants font état d'une activité plutôt en stagnation comparée à la période précédente. Certains représentants du commerce automobile ont mentionné des chiffres d'affaires inférieurs à ceux du trimestre précédent.

Dans l'hôtellerie, la légère amélioration de la marche des affaires observée au troisième trimestre ne s'est pas poursuivie dans l'ensemble. Les représentants de la branche jugent l'activité très fluctuante. Les conditions météorologiques ont eu un impact plutôt négatif dans les zones de villégiature situées en montagne, fortement dépendantes du tourisme journalier. La demande provenant des hôtes suisses, ainsi que celle des touristes d'Asie et des pays arabes participant à des voyages organisés, est restée vive. La fréquentation des touristes européens, notamment en provenance du Royaume-Uni, s'est également accrue, bien que timidement. S'agissant des séminaires et manifestations organisés par les entreprises, l'activité a été encore modérée.

Dans les trois secteurs, la plupart des interlocuteurs ne considèrent pas que la politique des banques en matière d'octroi de crédits est restrictive; certains la qualifient toutefois de plus prudente, notamment en ce qui concerne les crédits d'exploitation.

#### **UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION**

L'utilisation des capacités est restée très hétérogène d'un secteur à l'autre et d'une branche à l'autre.

Dans l'industrie manufacturière, elle a été jugée dans l'ensemble un peu plus faible qu'à l'accoutumée. Elle a de nouveau été plutôt supérieure à la normale dans l'industrie pharmaceutique et dans certains secteurs de la chimie. En revanche, les représentants d'autres branches – métallurgie, industrie de transformation des matières plastiques, industrie des instruments de précision et industrie des machines – ont souligné une légère sous-utilisation des capacités.

L'utilisation des capacités techniques dans la construction a été globalement plus intense qu'elle ne l'est habituellement à cette période de l'année. Cela concerne surtout les entreprises du second œuvre et celles du bâtiment.

Dans le secteur des services, le taux d'utilisation de l'infrastructure – soit essentiellement des surfaces de bureaux et de vente ainsi que des capacités de transport – a de nouveau été normal dans l'ensemble. Il a été plutôt élevé dans les agences de voyage ainsi que dans les bureaux d'architectes et d'ingénieurs. En revanche, les

capacités ont été plutôt faiblement utilisées dans les hôtels.

#### **DEMANDE DE MAIN-D'ŒUVRE**

##### **Stabilisation des besoins en personnel**

La demande de main-d'œuvre est restée pratiquement inchangée en comparaison trimestrielle. Les mesures de politique du personnel – telles que le chômage partiel – ont été évoquées à quelques reprises, essentiellement par des entreprises exportatrices en phase de restructuration ou axées sur des marchés spécifiques et économiquement faibles. Face aux fluctuations de la demande, les entreprises ont toujours comme premier réflexe d'augmenter ou de réduire le nombre de travailleurs temporaires. Les représentants des différentes branches ont de nouveau porté un jugement très contrasté sur l'adéquation de leurs effectifs.

Dans l'industrie manufacturière, les effectifs ont été qualifiés de plus ou moins conformes aux besoins. Seuls les fabricants d'équipements électriques ont considéré leurs effectifs comme plutôt bas. Les entreprises de la métallurgie et de l'industrie des machines ont de nouveau enregistré un léger sureffectif.

Dans la construction, les effectifs ont encore été un peu trop faibles dans l'ensemble. Les cadres et le personnel qualifié sont toujours très recherchés; la pénurie de cette main-d'œuvre a constitué un facteur limitatif pour certaines entreprises.

Dans les services, le niveau des effectifs s'est globalement avéré conforme aux besoins. Les bureaux d'architectes et d'ingénieurs ainsi que les entreprises du secteur des technologies de l'information ont fait état d'effectifs nettement insuffisants. Les entreprises de ces branches se concurrencent entre elles pour débaucher des spécialistes. Plusieurs représentants du commerce de gros ont eux aussi jugé leurs effectifs plutôt justes. Les autres branches des services ont signalé des effectifs adéquats.

##### **Nombre toujours aussi élevé de candidatures**

Les entreprises interrogées ont considéré, comme au trimestre précédent, que le recrutement a nécessité dans l'ensemble à peu près autant d'efforts et de temps qu'à l'accoutumée. De nombreux représentants des différentes branches ont de nouveau mentionné le nombre élevé de candidatures spontanées, émanant notamment des pays du Sud de l'Europe. Il a également été constaté que pour certaines catégories professionnelles, le recrutement de personnel provenant d'Allemagne est devenu plus difficile, car l'emploi et l'attractivité des postes offerts dans ce pays sont en hausse.

### Marges toujours légèrement plus faibles qu'à l'accoutumée

Dans l'ensemble, les marges ont encore été jugées légèrement plus faibles que d'ordinaire par 40% des entreprises interrogées.

Dans l'industrie manufacturière, les marges bénéficiaires sont restées plus modestes qu'à l'accoutumée, notamment dans la métallurgie et l'industrie des machines, mais aussi dans les entreprises de transformation du bois et chez les imprimeurs. En revanche, les représentants de l'industrie pharmaceutique et de l'industrie alimentaire sont relativement satisfaits du niveau de leurs marges. Pour les prochains mois, l'industrie s'attend à des prix d'achat et de vente stables.

Dans la construction, le second œuvre a affiché des marges plus élevées que d'ordinaire, tandis que le génie civil a de nouveau jugé les siennes plus faibles que d'habitude. La situation a été qualifiée de normale dans le bâtiment. Pour les mois à venir, les entreprises de ces segments estiment que les prix d'achat des matières premières ne devraient pratiquement pas varier, et que ceux de la construction devraient rester stables.

Dans les services, la plupart des branches ont de nouveau été confrontées à des marges plutôt réduites. Dans la branche automobile, la situation s'est révélée particulièrement défavorable. Les marges ont été plus faibles que d'habitude dans les banques; les représentants de ce secteur ont été nombreux à expliquer cette évolution par les frais de mise en œuvre des réglementations, en plus de la faiblesse persistante des taux d'intérêt. Concernant le secteur des technologies de l'information, les marges ont également été jugées plus basses que d'ordinaire. Il faut y voir les conséquences de la baisse du volume des commandes et de concessions faites au niveau des prix. Les représentants du commerce de détail ainsi que ceux du transport ont de nouveau qualifié leurs marges de normales.

La majorité des entreprises qui ont amélioré leurs marges y sont parvenues en optimisant leur portefeuille de produits, en mettant davantage l'accent sur les prestations de services et en réalisant des économies de coûts au niveau du processus de production. En outre, elles ont été plus nombreuses que d'ordinaire à procéder à des augmentations de prix, tant à l'étranger que sur le marché domestique. Dans les trois secteurs, les entreprises continuent d'apprécier la stabilité du taux de change entre le franc suisse et l'euro, que ce soit au niveau de la facturation, de l'établissement du budget ou de la négociation des prix.

### Optimisme renforcé

La confiance des entreprises quant à la marche de leurs affaires au cours des prochains mois s'est encore accrue depuis la dernière enquête. Dans les trois secteurs et la quasi-totalité des branches, les entreprises escomptent dans l'ensemble une hausse des chiffres d'affaires pour les six mois à venir. Cela s'explique en grande partie par un environnement économique plus favorable en Europe. En outre, les plans d'embauche prévoient une légère augmentation des effectifs pour cette même période, et certaines entreprises envisagent de procéder à des augmentations de salaire de l'ordre de 1%.

La question de la crise de la dette souveraine en Europe a encore perdu de son acuité. En revanche, les nombreuses interventions politiques en Suisse ainsi que la densité croissante des réglementations restent des préoccupations majeures pour les interlocuteurs. Dans la région lémanique, l'avenir de certaines entreprises multinationales en Suisse a été un point souvent évoqué.

En dépit de perspectives favorables quant à la marche des affaires, les plans d'investissement des entreprises pour les douze mois à venir restent modestes dans les trois secteurs et n'indiquent qu'une faible hausse de ces dépenses pendant cette période. Dans les services, les projets d'investissements sont quant à eux légèrement moins restrictifs qu'auparavant.

---

## 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 2013. Elles ont ainsi apporté une contribution déterminante à l'examen de l'évolution de la conjoncture. Sont citées ci-après les entreprises qui ont accepté que leur nom soit publié:

---

### A

A. Schneider S.A. A. Tschümperlin AG. AargauHotels.ch. Aargauische Kantonalbank. Abacus Research AG. ABB Schweiz AG. Abbé SA. Abnox AG. Accor Gestion Hôtelière & Services SA. Acer Europe SA. ACO Passavant AG. acervis Bank AG. Adecco Human Resources AG. adidas sport gmbh. Adimmo AG. Aduno SA. Aepli Metallbau AG. Aeschlimann AG, Décolletages. AFG Arbonia-Forster-Holding AG. AG Cilander. Agathon AG. Agie Charmilles SA. Agroval SA. Air-Glacières SA. Albergo Pestalozzi Lugano. Aldo Lepori SA Impresa Costruzioni. Alfred Müller SA. All Consulting AG. Allianz Suisse. Allpack Group. Allreal Holding AG. Alpex Pharma SA. AlSCO Swiss. Alstom Thermal Power. Always Holding AG. amag. Amaudruz SA. Amriville Einkaufszentrum. Angela Bruderer AG. Anliker AG. Anthamatten meubles SA. API SA. Appenzeller Kantonalbank. Aproz Sources Minérales SA. Aptar Mezzovico SA. Aquabasilea AG. Arbosa SA. Argor-Heraeus SA. Armando Dadò Editore. Arthur Weber AG. Artisa Immobiliare SA. ASS AG. Atelier d'architecture Brodbeck-Roulet SA. Audemars Piguet. Auto AG Group. Auto Marti AG. auto-schweiz. Avaloq. Avireal SA, Suisse Romande. Avis Budget Autovermietung AG. Axa Winterthur. Axpo Holding AG.

### B

B. Braun Medical AG. B. Heer AG Verpackungen. Bachmann Forming AG. Bäckerei-Konditorei Hug AG. Bad Schinznach AG. Baechler Teinturiers SA. Baldegger Automobile AG. Balmer-Etienne AG. Baltensperger AG Hochbau Tiefbau Holzbau. BAMAG. Banca Coop. Banca del Sempione. Banca Migros. Banca Popolare di Sondrio (Suisse). Bangerter Microtechnik AG. Bank BSU. Bank EEK AG. Bank Julius Bär & Co AG. Bank Linth LLB AG. Bank Sarasin & Co. Ltd. Bank Sparhafen Zürich AG. Banque Bonhôte & Cie SA. Banque Cantonale de Fribourg. Banque Cantonale de Genève. Banque Cantonale du Jura. Banque Cantonale du Valais. Banque Cantonale Neuchâteloise. Banque Cantonale Vaudoise. Basel Tourismus. Basellandschaftliche Kantonalbank. BASF. Basler Kantonalbank. Batiplus SA. Baugeschäft Bärlocher AG. Baumann Federn AG. Baume & Mercier SA. Bayer Consumer Care AG. BB Gebäudereinigung AG. BDO AG. BE Netz AG. Beck Glatz Confiseur AG. Beckman Coulter Eurocenter SA. Beldona. Belimo Holding AG. Belimport SA. Belotti Moda Sport SA. Belotti Ottica & Udito. Belvédère Hotels, Scuol. Berest AG. Bergbahnen Destination Gstaad AG. Bernerland Bank AG. Bertholet + Mathis SA.

Bertschi AG. Best Western Hotel Bristol und Bären, Bern. Best Western Plus Hôtel Mirabeau, Lausanne. BG Ingénieurs Conseils SA. Bianchi & Co SA. Bici Entertainment SA. Biketec AG. Birchmeier Sprühtechnik AG. Birreria San Gottardo SA. Bischoff Textil AG. Bischofszell Nahrungsmittel AG. BJ-Office SA. BlackRock Asset Management Schweiz AG. Blanchisserie du Léman SA. Blaser AG Malters. Blaser Café AG. BMW (Schweiz) AG. Bobst SA. Boccard Parcs et Jardins SA. Bodenseekäse Schweiz. Bolle & Cie SA. Born Informatik AG. Boschung Holding AG. Bossard Holding AG. Bossart + Partner AG Oberflächentechnik. Boulangerie Industrielle Bisa SA. Boulangerie-Pâtisserie Wolfisberg SA. BR Bauhandel AG. Brack Electronics AG. Brainforce AG. Bravofly SA. Brico SA. Briner AG. Bringhen SA. Brossi AG. Brunner AG Druck und Medien. Brunschwig Holding SA. BSG Unternehmensberatung St. Gallen. Bucherer AG. Bugnet Saprochi SA. Bühler AG. Bunge SA. Burckhardt und Partner AG. Burkhalter Holding AG. Büro Keller AG. BWB-Holding AG.

### C

C. Messerli SA. C. Vanoli AG. CABB AG. Camille Bauer AG. Candrian Catering AG. Canon (Schweiz) AG. Canonica SA. Caprez Ingenieure AG. Caran d'Ache SA. Carasso-Bossert SA. Caratti Costruzioni SA. Cargill International SA. Cäsar Bay AG. Caseificio dimostrativo del Gottardo SA. Ceramaret SA. Ceresio Vini Sagl. cerutti et cie sa. Chaletbau Matti Holding AG. Chevrolet Store SA. Chocolat Alprose SA. Chocolats Camille Bloch SA. Cinérive SA. Ciolina AG. CKW AG. Clientis EB Entlebucher Bank. Clio SA. CLS Communication AG. Colas Suisse Holding. Collano Adhesives AG. Confiserie Sprüngli AG. Confiseur Läderach AG. ConProBio. Consitex SA. Convisa AG. Coop. Corti Gruppe. Cosmo International Fragrances SA. Cosmotec SA. Coutts & Co AG. CP Pump Systems. CPA Group SA. Création Baumann AG. Crédit Agricole SA. Credit Suisse AG. Creditreform Egeli St. Gallen AG. cronoparty & services sagl. Cross Research SA. CSD Ingénieurs SA. CSEM SA. CSL Behring AG. CTA AG, Klima-Kälte-Wärme.

### D

Daniel Jenny & Co. Dasis AG. Datasport AG. De Martin AG. Debrunner Acifer, Nordwestschweiz. Delcò Mobili SA. Dell SA. Dénériaz SA. Designer Outlet Landquart. Devillard SA. DGS Druckguss Systeme AG. Dieci AG. Disch AG. DIWISA Distillerie Willisau SA. Dixi Polytool SA. DMB SA. Docteur Paul et Karin Herzog SA. Domaco

Dr. med. Aufdermaur AG. domenig immobilien ag.  
Dörig & Brandl AG. d'Orlando SA. Dosenbach-Ochsner AG.  
Dr. Röthlisberger AG. Dumont & Dupraz SA. Dupasquier  
& Cie SA. Duplirex Papeterie SA. Durrer Spezialmaschi-  
nen AG. Duvoisin-Groux SA.

## E

E. J. Gmür AG. E. Koller SA. e.e.com elektroanlagen ag.  
EAO Group. easyJet Switzerland SA. Eclair Vuilleumier SA.  
Ecoplan AG. Edilcentro Wullschlegler SA. Edy Toscano AG,  
Chur. Elca Informatique SA. Elektro-Material AG.  
Emanuele Centonze SA. Emch + Berger AG Bern.  
emmental versicherung. Emmi Schweiz AG. energie-  
büro ag. Enics Schweiz AG. Enzler Hygiene AG.  
Ernest Gabella SA. Ernst & Young AG. Ernst Basler +  
Partner AG. Ernst Marti AG. Eskenazi SA. Espace Real  
Estate AG. Esplanade Hotel Resort & Spa. ESPROS  
Photonics AG. Etavis TSA SA. EuroAirport Basel,  
Mulhouse, Freiburg. ExcellGene SA. Expo Centre SA.

## F

F. Bernasconi et Cie SA. F. Murpf AG, Transporte und  
Logistik. Fabbri SA. Faserplast AG. Fassbind Hôtels SA.  
Fastlog AG. Fattorini Autotrasporti. Felco SA. Felix  
Transport AG. Feller AG. fenaco Genossenschaft. Fenster  
Keller AG. Ferriere Cattaneo SA. Fidexis SA. Fiduciaire  
Michel Favre SA et sociétés affiliées. Finnova AG. Fischer  
Precise Group AG. Fleischmann Immobilien AG. Fleuriot  
Fleurs SA. Flughafen Zürich AG. Fnac (Suisse) SA  
Succursale de Lausanne. Fogal AG. Fondation Papillorama.  
Fontana Print SA. Forever Laser Institut SA. Fossil Group  
Europe GmbH. Four Seasons Hôtel des Bergues. Fr.  
Sauter AG. Fraisa SA. Franz Dähler AG. freicom ag. Frey +  
Cie Tech Invest22 Holding AG. Fritz Landolt AG. Fritz  
Meyer Holding AG. FTI Touristik AG. futura Ristoranti.

## G

G. Bianchi AG. Gabriel Transport AG. GaleniCare  
Management AG. Galland & Cie SA. Galli Hoch- und  
Tiefbau AG. Galli Sicurezza SA. Galliker Transport AG.  
Gallo AG. GALVASWISS AG. Gamma Catering AG.  
gammaRenax AG, Facility Services. Garage Schmid  
Reinach. Garaio AG. Garbani AG. Gastrag. Gautschi AG.  
Gebr. Amberg Bauunternehmung AG. Gebr. Brun AG  
Bauunternehmung. Gebrüder Kuoni Transport AG.  
Gebrüder Weiss AG. Geissbühler & Co. AG. Geisseler  
Cargo Logistik AG. Geistlich Pharma AG. GEMÜ GmbH.  
Genecand Traiteur SA. Genedata AG. Generali Allgemeine  
Versicherungen AG. Genossenschaft Olma Messen

St. Gallen. Georges Dentan SA. Gewerbe-Treuhand AG.  
Gfeller + Partner AG. Gfeller Elektro AG. GfK Switzer-  
land AG. Giuseppe Vanini AG. Glaroform AG. Globetrotter  
Travel Service AG. Gotec SA. Grand Casino Kursaal  
Bern AG. Grand Hotel Kempinski. Grand Hotel Regina-  
Grindelwald AG. Granella Gruppe. Graniti Maurino SA.  
Graphax AG. Grellor SA. Group8 Sàrl. Groupe DSR.  
Groupe H. Groupe MK. Grünenfelder SA. Gruner AG.  
Gruppo Sicurezza SA. Guy Gaudard SA.

## H

H + R Gastro AG. Habasit AG. Habib Bank AG Zurich.  
HakaGerodur AG. Hapimag AG. Harisport Adelboden.  
HASTAG St. Gallen Bau AG. Haufe-umantis AG. Helbling  
Holding AG. Helsana Versicherungen AG. Helvetia  
Versicherungen. Henkel & Cie. AG. Hermann Bühler AG.  
Herzog Bau und Holzbau AG. Herzog-Elmiger AG.  
Hidrostal AG. Hilton International Switzerland GmbH.  
Hirn Automobile. Homburger AG. Homedia SA.  
Honegger AG. Hotel Bad Horn, Horn. Hotel Bernensis AG,  
Interlaken. Hotel Cadro Panoramica. Hotel Castell, Zuoz.  
Hotel Continental-Park Luzern. Hôtel d'Angleterre,  
Genève. Hotel Einstein, St. Gallen. Hotel Ermitage-Golf,  
Schönried und Hotel Beatus, Merligen. Hotel Hof,  
Weissbad. Hotel Internazionale Bellinzona. Hotel La  
Margna, St. Moritz. Hotel Lido Seegarten. Hotel Lugano  
Dante Center SA. Hotel Montana AG. Hotel Rosatsch,  
Pontresina. Hotel Schweizerhof Luzern. Hotel Schweizerhof,  
Lenzerheide. Hotel Seedamm Plaza. Hotel Simmenhof,  
Lenk im Simmental. Hotel Villa Orselina. Hotel Wald-  
stätterhof Luzern. Hotelbusiness Zug AG. Hotelplan  
Suisse (MTCH AG), Regione Ticino. Hugo Boss Ticino SA.  
HUKA-Baupool. Hungerbühler & Partner. Hunkeler  
Gastro AG. Hunziker Partner AG, Technik im Gebäude.  
hydroplant. Hypotheken Servicing Schweiz AG.

## I

Iba AG. IBC Insurance Broking and Consulting SA. IBM  
Switzerland Ltd. IBSA Institut Biochimique SA. IKEA AG.  
IM Maggia Engineering SA. Imbach & Cie. AG. Implenia  
Schweiz AG. Importexa SA. Infomaniak Network SA.  
Ing. Marco Taddei SA. Ingram Micro GmbH. Inkasso  
Küng AG. Interdelta SA. InterMune. Interprox SA.  
Iseli & Co. AG. Iseppi Frutta SA. ISS Facility Services SA.  
Itecor Suisse SA. ITS SA.

## J

J. Kowner AG. J. Windlin AG. Jacquet SA. Jakob Müller  
Holding AG. Jan Autos SA. Jansen AG. Jaquet Technology

Group. Jean Cron AG. Jean Singer et Cie SA. Jetivia SA. JetSolutions SA. John Lay Solutions AG. Jordan Moquette SA. Jörg Lienert AG Selektion von Fach- und Führungskräften. Josef Meyer Stahl und Metall AG. Jowissa Uhren AG. Juice Plus. Jungfraubahnen. Jura Elektroapparate AG.

## **K**

K. Dysli AG. Kabelwerke Brugg AG Holding. Kalkfabrik Netstal AG. Kambly SA. Käppeli Strassen- und Tiefbau AG. Karl Dähler Reisen und Transporte GmbH. Karl Schuler AG. Katadyn Holding AG. Kelly Services (Suisse) SA. Kifa AG. KKL Luzern Management AG. Klarer Fenster AG. Koala.ch. Koenig Feinstahl AG. Kolb Group. Komax Holding AG. Kongress und Kursaal Bern AG. KPMG Schweiz. Kromer Print AG. Kronospan Schweiz AG. Kudelski SA. KUK Electronic AG. Kunsthaus Zürich. Künzle Fiduciaire et Gérance SA. KünzlerBachmann AG. Kuoni Viaggi SA. Kurmann Partners AG.

## **L**

La Gestion Electronique SA. Lamprecht Transport AG. Lantal Textiles AG. Laubscher Präzision AG. Laurent Membrez SA. Le Plaza Basel-Stadt AG. LEM (Switzerland) SA. Lenz & Staehelin. Lenzlinger Söhne AG. Leo Burnett Schweiz AG. Leonteq. Les Bains de Lavey SA. Les Véritables Biscuits du Terroir SA. LGT Bank (Schweiz) AG. Liebherr Machines Bulle SA. LINK Institut. Linnea SA. Loeb Holding AG. Lombard Network. Lombardi SA Ingegneri Consulenti. Longhi SA. Loomis Schweiz SA. Lotti Impianti SA. Louis Lang SA. Lüchinger + Schmid AG. Luxury Goods International (L.G.I.) SA. Luzerner Kantonalbank. Lyreco Switzerland AG.

## **M**

Macchimport SA. Maerki Baumann & Co. AG Privatbank. Magazine zum Globus AG. Magnolia International Ltd. Mancini & Marti SA. Manor Gruppe. Manotel SA. Manufactures d'outils Dumont SA. Maréchaux Holding AG. Marelcom AG. Mathys AG Bettlach. Mathys SA. Matisa Matériel Industriel SA. Max Felchlin AG. McDonald's Suisse Restaurants Sàrl. MCL Medizinische Laboratorien AG. Mediaxis AG. Mercuri Urval. Mercuria Energy Trading SA. Mérinat SA. Merlini & Ferrari SA. Messe Luzern AG. Metallizzazione SA. Metaltex SA. Metron AG. Microsoft Schweiz GmbH. Migros. Milupa SA. Mitloedi Textildruck AG. Möbel Egger AG. Möbel Hubacher AG. Möbel Lehmann AG. Möbel-Märki Handels AG. Mobility Genossenschaft. Mobimo Management AG. Model Emballages SA. Monte Tamaro SA. Mordasini Maler Gipser AG. Moresi.com SA. Morosoli SA. Motomix SA. Mövenpick Hotel & Resorts. MST Systemtechnik AG. Mubea Fabbrica Molle SA. Muesmatt AG Fenster und Schreinerei. Müller Handels AG. Müller Martini Marketing AG. Müller Reformhaus Vital Shop AG. Muttoni SA. MVC & Partners.

## **N**

Naef Immobilier SA. Nahrin AG. Nater AG Nutzfahrzeuge. Nationale Suisse. Natur- und Tierpark Goldau. Neo Advertising SA. Nestlé Suisse SA. Netcetera. Netimmo SA et Eder SA. Neuweiler AG. New Reinsurance Company Ltd. New Rock SA. New Work Human Resources SA. Nidwaldner Kantonalbank. Nikon AG. Nocasa Baumanagement AG. Nordmann Fribourg Holding SA. Notenstein Privatbank AG. Novametal SA. Novartis AG. Novelis Switzerland SA. NOVO Business Consultants AG. Novoplast AG. NRS Printing Solutions AG. Nüssli International AG.

## **O**

OBC Suisse AG. Obwaldner Kantonalbank. Officine Ghidoni SA. OK Job SA. OLZ & Partners. OM Pharma SA. Onet (Suisse) SA. Ostschweiz Druck AG. Otto Fischer. Otto Scerri SA.

## **P**

Paci S.A. Pamasol Willi Mäder AG. Papival SA. Park Hyatt Zürich. Park Weggis AG. Parmigiani Fleurier SA. Paul Leimgruber AG. Pedrazzini Costruzioni SA. Pentagon SA. Perreten & Milleret SA. Pfizer AG. Piaget SA. Pierhor SA. Pietro Calderari SA. Pignet Galland & Cie SA. Pilatus-Bahnen AG. Pilet & Renaud SA. Pini Swiss Engineers SA. Pirelli Tyre (Suisse) SA. Planzer AG. PMS parking management services SA. Polior SA. Poretta SA. Port-franc et Entrepôts de Lausanne-Chavornay SA. Posse Peinture SA. PQH Holding SA. Prantl Bauplaner AG. Premec SA. Profilpress AG. Pronto Reinigung AG. Prosegur SA. PSP Swiss Property. PVA AG. PX Group S.A. Python Sécurité Sàrl.

## **Q**

Qualipet AG.

## **R**

R. Audemars SA. R. Bühler AG. R. Nussbaum AG. Raiffeisenbanken. Ramseier Holding AG. Rapelli SA. Rapp AG. Regazzi Holding SA. Regiobank Männedorf. Regiobank Solothurn AG. Reitzel (Suisse) SA. Reka Schweizer Reisekasse. Renggli AG. Resilux Schweiz AG. Restaurant Florida AG Studen. Rezzonico Editore. Ricola AG. Rigi Bahnen AG. Rigot & Rieben Engineering SA. riposa AG. Riri SA. Ristoranti Fred Feldpausch SA. Roche. RohnerChem. Roland Berger Strategy Consultants. Rolf Gerber AG. Romantik Hotel Sternen, Kriegstetten. Roth Gerüste AG. Röthlisberger Schreinerei AG. Ruckstuhl AG. Ruckstuhlgaragen. Rüesch-Druck AG.

## **S**

SA di Gestione Shopping Center Morbio Inferiore. SA Roga. SA Vini Bée. SABAG Holding AG. Sage Schweiz AG. Salvioni Lugano SA. Sametec SA. Sandro Vanini SA. Sanitas Krankenversicherung. Sanitas Troesch AG. Säntis-Schwebbahn AG. SAP (Schweiz) AG. Savoy SA. SB Saanen Bank AG. Schaefer Pharma. Schaub Maler AG. Schaublin SA. Schenker Storen AG. Schild AG. Schilthornbahn AG. Schindler

Elettronica SA. Schlumpf AG. Schmiedewerk Stooss AG. Schöni Transport AG. Schoop + Co. AG. Schubiger AG Bauingenieure. Schurter AG. Schwarz Stahl AG. Schweizerische Bodensee-Schiffahrtsgesellschaft AG. Schweizer Rheinsalinen AG. Schweizerische Schiffahrtsgesellschaft Untersee und Rhein AG. Schweizerischer Baumeisterverband. Schwyzer Kantonalbank. SCS Supercomputing Systems AG. Sécheron SA. Securitas Gruppe Schweiz. Sefar Gruppe. Seilfabrik Ullmann AG. Seitz Valve Technology. Semadeni AG. Senn Transport AG. Sensirion AG. SEV Société des Entrepôts Vevey SA. SHA Seminar Hotel AG. SI Group. Sicli Matériel-Incendie SA. Sieber Transport AG. Siegfried Holding AG. Sigma-Aldrich International GmbH. Sihldruck AG. SIR Service d'Intervention Rapide SA. SL&C SA. Smurfit Kappa Swiswell AG. Société anonyme du Grand Hôtel de la Paix. Société Beau-Site SA. Société Fiduciaire d'Expertise et de Révision SA (SFER). Société Générale Private Banking (Suisse) SA. Sofies SA. Sola Switzerland AG. Solvias AG. Sonova Holding AG. Sorell Hotel Aarauerhof. Sorrel Holding SA. Spaccio Ittico SA. sparkasse schwyz ag. SPG Holding SA. spirella s.a. Spirig Pharma AG. SRO-Kundig SA. Stamm AG. Starrag Group Holding AG. Stettler Sapphire AG. Stöckli Swiss Sports AG. Stoppani AG. Strabag AG. Straumann-Hipp AG. Streuli Bau AG. Studi Associati SA. Stutz AG St. Gallen. Sulzer AG. Sunrise Communications AG. Surer Kipper Transport AG. Sutter AG, Bäckerei. SV (Schweiz) AG. Swatch Group SA. Swissclinical SA. SwissLens SA. Swissôtel Métropole Genève. Swissquote Bank SA. Switcher SA. Symporg SA. Synaxis AG Zürich. Syngenta AG. Synthese SA.

## **T**

TAG Aviation SA. Tag Heuer. Tally Weijl. Tamedia Publications romandes. Tarchini Group. Tavernier Tschanz Avocats. TBS, La Buona Stampa SA. Tech Data (Schweiz) GmbH. Tech Insta SA. Téléverbier SA. Tenconi SA. terra vermessungen ag. Thalia SA. Thalmann Logistik AG. Thermoplan AG. Thurgau Travel AG. Thurgauer Kantonalbank. ThyssenKrupp Presta AG. Tillotts Pharma AG. Tinext SA. Toggenburger Unternehmungen. Tourisme pour Tous MTCH SA. Tozzo AG BL. Tradall SA. Trapo Küng AG. Traxler AG Strickwarenfabrik. Treier AG. Trichema AG. Trivadis AG. Trumpf Grünsch AG. Trumpf Maschinen AG. TSM Compagnie d'Assurances. Tubofer SA. Tuchs Schmid AG.

## **U**

UBS AG. UCB Farchim SA. UEFA. Ugo Bassi SA. Ultra Brag AG. Union AG. Union Bancaire Privée, UBP SA. Unirisc SA. Unitechnologies AG. upc cablecom GmbH. Urner Kantonalbank.

## **V**

Valiant Bank. Varioprint AG. Vaucher Sport Specialist AG. Vaudoise Assurances Holding SA. Vebego Services AG. Vennerhus Weine AG. Veriset Küchen AG. Verkehrshaus der Schweiz. Viaggi Mantegazzi SA. Vicario Consulting SA. Victor & Armand Zwissig SA. Victoria Coiffure SA.

Victoria-Jungfrau Grand Hotel & Spa, Interlaken. Vifor SA. Vinci Energies Schweiz AG. Visilab SA. Volg Gruppe. vonRoll casting Gruppe. VTX Telecom SA. VZ Holding AG.

## **W**

W. Gassmann AG. Wagner AG. Wago Contact AG. Walser AG. Wander AG. Wasserwerke Zug AG. Wegmüller Attikon. Weisbrod-Zürcher AG. Weiss+Appetito AG. Westiform AG. Wild & Küpfer AG. Willemin-Macodel SA. wincasa AG. Wirz Gruppe. Wisekey SA. WMC IT Solutions AG. wohnbedarf wb ag. Wolfensberger AG. Woodpecker Holding AG. Würth AG. WWF Schweiz. Wyss Holding AG. Wyss Reisen AG. Wyss Samen und Pflanzen AG.

## **Y**

Yendi Swiss Retail SA.

## **Z**

Zambon Svizzera SA. Zehnder Print AG. ZFV-Unternehmungen. Ziegler AG Bauunternehmung. Ziegler Papier AG. Zingg Transporte AG. zoller & partner Immobilien-Management AG. Züger Frischkäse AG. Zuger Kantonalbank. Zünd Systemtechnik AG. Zürcher Kantonalbank. Zürich Tourismus. Zürich Versicherungsgesellschaft AG.

## **4**

4B Holding AG.

---

# Chronique monétaire

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

<p>Lors de l'examen du 12 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour 1 euro. Elle reste prête à acheter des devises en quantité illimitée si cela s'avère nécessaire pour faire prévaloir ce cours plancher et à prendre des mesures supplémentaires en cas de besoin. La marge de fluctuation du Libor à trois mois est maintenue à 0%–0,25%. Selon la BNS, le franc est toujours à un niveau élevé. Le Libor à trois mois étant déjà proche de zéro, le cours plancher demeure l'instrument adéquat pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires, si la pression à la hausse sur le franc devait reprendre.</p>	<p>Décembre 2013</p>
<p>Le 31 octobre, la BNS convertit, conjointement avec La Banque d'Angleterre, la Banque du Canada, la Banque centrale européenne, la Banque du Japon et la Réserve fédérale des Etats-Unis leurs accords de swap bilatéraux temporaires en accords permanents. Ces accords permettent à la BNS d'approvisionner en francs, si nécessaire, les banques centrales participantes, mais également de fournir aux banques suisses, en cas de besoin, des liquidités dans les monnaies concernées. La BNS entend approvisionner le marché jusqu'à nouvel avis en dollars des Etats-Unis, au moyen de pensions de titres portant sur des durées d'une semaine et de trois mois.</p>	<p>Octobre 2013</p>
<p>Lors de l'examen du 19 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour 1 euro. Elle est prête à acheter des devises en quantité illimitée si cela est nécessaire pour faire prévaloir ce cours plancher et à prendre des mesures supplémentaires en cas de besoin. Elle estime que le franc est toujours à un niveau élevé. Le cours plancher permet de prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires, si la pression à la hausse sur le franc devait reprendre. La marge de fluctuation du Libor à trois mois est maintenue à 0%–0,25%.</p>	<p>Septembre 2013</p>
<p>Lors de l'examen du 20 juin de la situation économique et monétaire, la BNS maintient le cours plancher inchangé à 1,20 franc pour 1 euro. Elle estime que le franc demeure à un niveau élevé. Le cours plancher reste un instrument important pour éviter un durcissement inopportun des conditions monétaires qu'une soudaine pression à la hausse sur le franc ne manquerait de provoquer. La BNS demeure prête, si nécessaire, à acheter des devises en quantité illimitée afin de faire prévaloir le cours plancher et à prendre des mesures supplémentaires en cas de besoin. La marge de fluctuation du Libor à trois mois est maintenue à 0%–0,25%.</p>	<p>Juin 2013</p>
<p>Lors de l'examen du 14 mars de la situation économique et monétaire, la BNS confirme qu'elle continuera de faire prévaloir le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro avec toute la détermination requise et qu'elle achètera si nécessaire, à cette fin, des devises en quantité illimitée. Le cours plancher est un instrument important pour éviter un durcissement indésirable des conditions monétaires. Le franc est toujours à un niveau élevé. La marge de fluctuation du Libor à trois mois reste inchangée à 0%–0,25%. La BNS est disposée à prendre en tout temps des mesures supplémentaires.</p>	<p>Mars 2013</p>
<p>Le 13 février, le Conseil fédéral active, sur proposition de la BNS, le volant anticyclique de fonds propres. Il réagit par cette mesure aux déséquilibres croissants sur les marchés hypothécaire et immobilier. Le volant anticyclique de fonds propres se monte à 1% des prêts hypothécaires, pondérés en fonction des risques, servant à financer l'immobilier résidentiel en Suisse. Les banques concernées devront détenir un tel volant à compter du 30 septembre 2013.</p>	<p>Février 2013</p>

#### **Editeur**

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

#### **Conception**

Interbrand AG, Zurich

#### **Composition et impression**

Neidhart + Schön AG, Zurich

#### **Version imprimée**

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

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



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

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

#### **Internet**

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

#### **Droits d'auteur/copyright ©**

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

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

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

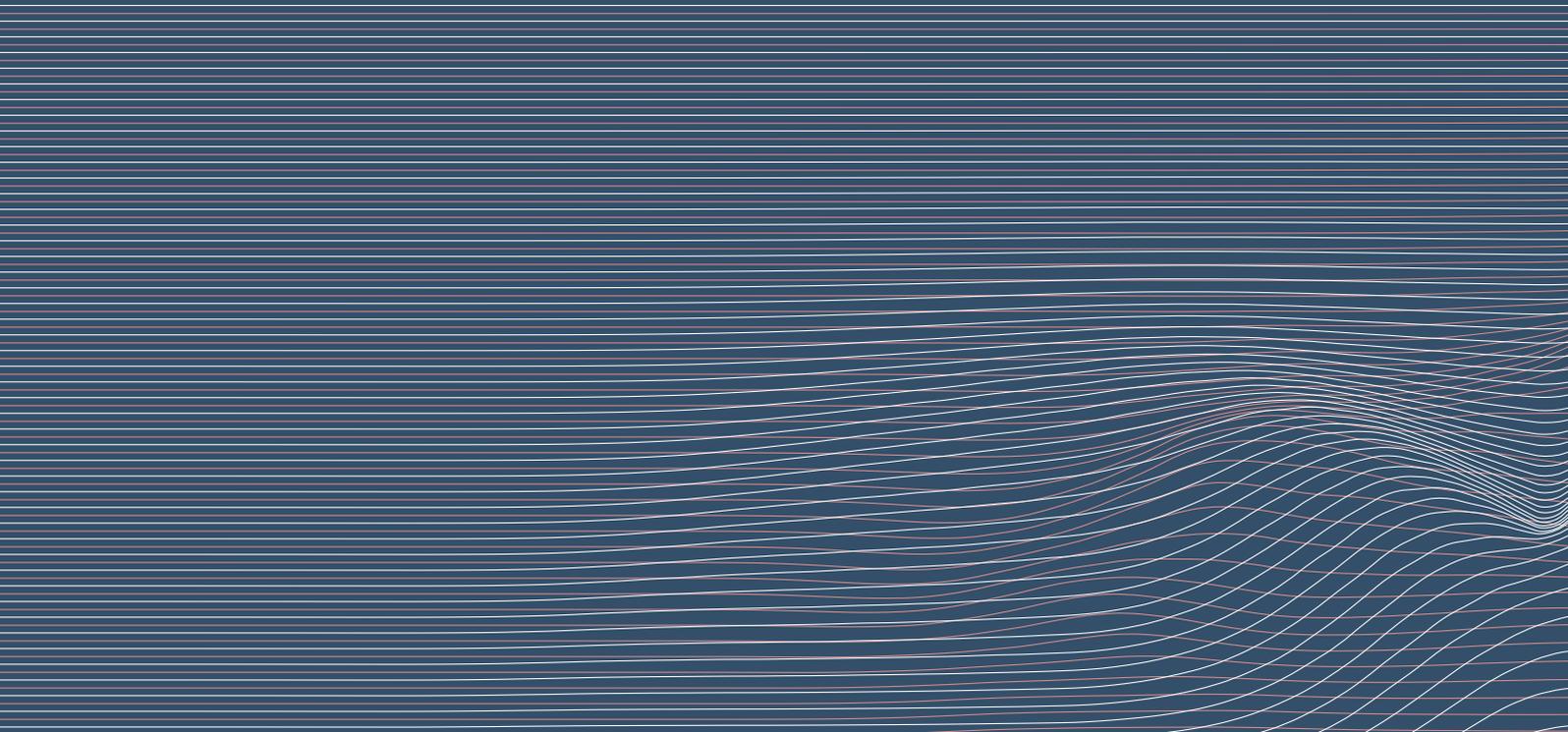
Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

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

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

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2013





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

