

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse
Bulletin trimestriel

Juin

2/1999

17^e année

Table des matières

4	Sommaire
5	Übersicht
6	Sommario
7	Abstracts
8	Conclusions de politique monétaire
10	Situation économique et monétaire
11	1 Environnement international
11	1.1 Conjoncture
13	1.2 Evolution monétaire
14	1.3 Perspectives conjoncturelles
15	2 Evolution monétaire
15	2.1 Agrégats monétaires
17	2.2 Crédits et marché des capitaux
19	2.3 Taux d'intérêt
21	2.4 Cours de change
22	3 Demande globale et production
22	3.1 Produit intérieur brut et production industrielle
25	3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes
28	3.3 Investissements
29	3.4 Consommation
30	4 Marché du travail
30	4.1 Emploi
30	4.2 Chômage
32	5 Prix
32	5.1 Prix à la consommation
32	5.2 Prix de l'offre totale
33	5.3 Perspectives en matière de renchérissement
34	Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse Jakob Schönenberger
40	Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse Hans Meyer
46	Les effets de la volatilité des changes sur le commerce extérieur de la Suisse: estimations à partir d'un modèle à variables multiples Andreas Fischer
54	Chronique monétaire

Conclusions de politique monétaire (p. 8)

La Banque nationale entend continuer à mener une politique monétaire généreuse. Pour ces prochains mois, les perspectives conjoncturelles se sont améliorées dans une mesure réjouissante. Il reste toutefois à voir si elles se réaliseront dans la mesure escomptée. Du côté du renchérissement, les perspectives demeurent favorables. L'évolution des agrégats monétaires, qui livre d'utiles informations sur le renchérissement à moyen terme, indique que les prix à la consommation devraient rester stables dans un avenir proche.

Situation économique et monétaire (p. 10)

La Banque nationale a maintenu le cap de sa politique monétaire généreuse durant les premiers mois de 1999. Elle a ainsi tenu compte du tassement de la conjoncture. Dans l'ensemble, les conditions monétaires ont été un peu plus expansionnistes qu'à la fin de 1998; les taux d'intérêt à court terme sont restés à un bas niveau, et le cours réel du franc, pondéré par les exportations, s'est légèrement replié. Le 8 avril, la Banque nationale a décidé de ramener son taux de l'escompte de 1% à 0,5%, après la baisse du taux directeur de la Banque centrale européenne. Par cette mesure, la Banque nationale a d'abord cherché à éviter une revalorisation du franc face à l'euro, qui aurait été malvenue dans la conjoncture actuelle.

Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel a progressé de 0,7% seulement en comparaison annuelle. Aucune impulsion n'est venue des exportations, et la demande intérieure a perdu en dynamisme. Des indicateurs importants ont toutefois montré que le tassement de la croissance touche progressivement à sa fin. Le changement de climat a été particulièrement marqué dans l'industrie d'exportation, qui porte un jugement plus optimiste sur l'évolution de l'économie mondiale. Dans plusieurs pays d'Asie de l'Est, l'économie s'est stabilisée. Le maintien d'une croissance forte aux Etats-Unis et le retour au calme sur les marchés financiers internationaux ont eux aussi renforcé la confiance.

Assemblée générale des actionnaires (p. 34)

Dans son allocution d'ouverture, M. Jakob Schönenberger, président sortant du Conseil de banque, a passé en revue les événements qui ont marqué ses six années à la tête du Conseil. Il a mis l'accent sur les développements des marchés financiers et sur les mutations structurelles dans le secteur bancaire suisse. La mondialisation et la rationa-

lisation sont deux termes qui peuvent recouvrir nombre de ces développements et mutations. Il a brossé le tableau d'une période agitée et, en guise de conclusion, constaté que, pour la Suisse et pour la Banque nationale, la voie empruntée n'est pas devenue plus simple dans le nouvel environnement européen.

Dans la première partie de son exposé, le président de la Direction générale, M. Hans Meyer, a présenté un aperçu de la conjoncture et de la politique monétaire suisse en 1998. Des conditions-cadres propices sur le plan monétaire ont contribué à cette évolution réjouissante, qui s'est poursuivie en dépit d'un environnement international difficile. En ce qui concerne les critiques formulées à l'encontre du FMI dans le sillage des crises asiatique, russe et brésilienne, elles ne sont pas incompréhensibles, mais apparaissent comme exagérées. En Suisse, l'adaptation des dispositions constitutionnelles sur la monnaie aux exigences de notre temps est en bonne voie. De son côté, la Banque nationale regrette les zones d'ombre entourant son attitude pendant la période difficile de la guerre; pour elle, les efforts officiels sont de nature à faire la lumière, et de manière convaincante, sur le passé de notre pays.

Volatilité des cours de change et commerce extérieur suisse (p. 46)

Traditionnellement, on admet que la volatilité des cours de change a une influence négative sur le volume des exportations. La question de l'influence des cours de change sur les prix à l'exportation est par contre ouverte. L'article examine, à l'aide d'un modèle «GARCH-in-mean» à multiples variables, la relation empirique entre la volatilité des cours de change et les exportations suisses. Dans ce modèle, on a considéré, en plus du total des exportations, plusieurs groupes de biens exportés (matières premières et produits semi-finis, biens de consommation, biens d'équipement) et différents marchés d'exportation (Allemagne, France, Italie). Dans l'ensemble, les résultats ne montrent aucune relation empirique fondée entre la volatilité du franc et les exportations suisses: la variance d'un cours de change définie par un processus GARCH n'est significative, statistiquement parlant, ni dans les équations déterminant le volume des exportations, ni dans celles qui débouchent sur les prix à l'exportation.

Übersicht

Geldpolitische Schlussfolgerungen (S. 8)

Die Nationalbank beabsichtigt, die grosszügige Geldpolitik beizubehalten. Zwar verbesserten sich die konjunkturellen Erwartungen für die kommenden Monate in erfreulichem Masse. Es gilt aber abzuwarten, ob sich diese Erwartungen auch im erhofften Masse erfüllen. Die Teuerungsaussichten sind weiterhin günstig. Die Entwicklung der Geldaggregate, die nützliche Informationen über die mittelfristige Teuerungsentwicklung liefert, deutet darauf hin, dass die Konsumentenpreise auch in der weiteren Zukunft stabil bleiben sollten.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 10)

Die Nationalbank setzte ihre grosszügige Geldpolitik in den ersten Monaten des Jahres 1999 fort und trug damit der konjunkturellen Abflachung Rechnung. Insgesamt waren die monetären Bedingungen etwas expansiver als Ende 1998; die kurzfristigen Zinssätze blieben tief und der reale exportgewichtete Wechselkurs bildete sich leicht zurück. Am 8. April beschloss die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 0,5% zu senken, nachdem die Europäische Zentralbank den Leitzins herabgesetzt hatte. Mit der Zinssenkung vom April wollte die Nationalbank in erster Linie eine Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Euro vermeiden, die schlecht in das konjunkturelle Umfeld gepasst hätte.

Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr nur um 0,7%. Von der Exportwirtschaft gingen keine Impulse aus und die Binnennachfrage büsste an Dynamik ein. Wichtige Indikatoren deuteten aber auf eine allmähliche Überwindung der Wachstumsflaute hin. Besonders deutlich war der Stimmungsumschwung in der Exportindustrie. Diesem liegt eine optimistischere Einschätzung der Weltwirtschaftslage zugrunde. In einigen Ländern Ostasiens stabilisierte sich die Wirtschaft. Zuversichtlich stimmt auch das anhaltend starke Wachstum in den USA und die wieder eingekehrte Ruhe an den internationalen Finanzmärkten.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 34)

Der zurücktretende Präsident des Bankrates, Jakob Schönenberger, gab in seiner Eröffnungsansprache einen Rückblick auf die markanten Ereignisse während seiner sechsjährigen Amtszeit. Einen Schwerpunkt legte er auf die Entwicklungen an den Finanzmärkten und die strukturellen Veränderungen im schweizerischen Bankensektor. Viele davon lassen

sich unter den Stichworten Globalisierung und Rationalisierung zusammenfassen. Insgesamt zeichnete er das Bild einer Periode starker Umbrüche und schloss mit der Feststellung, dass der schweizerische Weg und der Weg der Nationalbank – in einem neuen europäischen Umfeld – nicht einfacher geworden sind.

Der Präsident des Direktoriums, Hans Meyer, ging in seinem Referat zunächst auf das wirtschaftliche Geschehen und auf die Geldpolitik in der Schweiz im Jahre 1998 ein. Günstige monetäre Rahmenbedingungen trugen wesentlich dazu bei, dass sich die wirtschaftliche Erholung trotz eines schwierigen internationalen Umfeldes fortsetzte. Die Kritik am IWF, die im Gefolge der Krisen in Ostasien, Russland und Brasilien laut wurde, ist nicht unverständlich, aber übertrieben. In der Schweiz ist die Anpassung der Währungsverfassung an die Erfordernisse der Zeit auf gutem Wege. Die Nationalbank bedauert die dunklen Seiten in ihrem Verhalten während der schwierigen Kriegsjahre; die offiziellen Bemühungen sind ihrer Ansicht dazu geeignet, einen Beitrag zur überzeugenden Bewältigung der Vergangenheit zu leisten.

Wechselkursvolatilität und Schweizer Aussenhandel (S. 46)

Nach traditioneller Auffassung hat die Wechselkursvolatilität einen negativen Einfluss auf die Exportmengen, während ihr Einfluss auf die Exportpreise offen ist. In diesem Beitrag wird der empirische Zusammenhang zwischen Wechselkursvolatilität und Schweizer Exporten mit Hilfe eines multivariaten «GARCH-in-mean»-Modells untersucht. Dabei werden neben dem Total der Exporte verschiedene Exportkategorien (Rohstoffe und Halbfabrikate, Konsumgüter, Investitionsgüter) und verschiedene Exportdestinationen (Deutschland, Frankreich, Italien) unterschieden. Die Resultate zeigen insgesamt keine verlässliche empirische Beziehung zwischen der Volatilität des Frankens und den schweizerischen Exporten: Die durch einen GARCH-Prozess bestimmte Varianz des Wechselkurses ist weder in den Gleichungen zur Bestimmung der Exportmengen noch in den Gleichungen zur Bestimmung der Exportpreise statistisch signifikant.

Sommario

Conclusioni di politica monetaria (p. 8)

Nonostante il rallegrante miglioramento delle aspettative congiunturali per i prossimi mesi, la Banca nazionale ha intenzione di mantenere una politica monetaria generosa. È infatti ancora necessario aspettare per vedere se queste aspettative si avvereranno nella misura sperata. Le prospettive relative al rincaro rimangono favorevoli. Secondo lo sviluppo degli aggregati monetari, che fornisce ragguagli utili sull'evoluzione del rincaro a medio termine, i prezzi al consumo dovrebbero rimanere stabili anche in futuro.

Situazione economica e monetaria (p. 10)

Nei primi mesi del 1999, la Banca nazionale ha continuato a seguire una politica monetaria generosa, tenendo così conto del rallentamento della crescita congiunturale. Complessivamente, le condizioni monetarie sono state leggermente più espansive che alla fine del 1998; i tassi d'interesse a breve sono rimasti modesti e il corso reale del cambio ponderato all'esportazione si è lievemente ridotto. L'8 aprile, la Banca nazionale ha deciso di ridurre di mezzo punto percentuale il tasso di sconto, fissandolo allo 0,5%; la Banca centrale europea aveva in precedenza operato un abbassamento del proprio tasso ufficiale. Riducendo il tasso di sconto, la Banca nazionale ha voluto in prima linea evitare un apprezzamento del franco svizzero rispetto all'euro, poco opportuno nelle circostanze congiunturali vigenti.

Durante il primo trimestre, il prodotto interno lordo è cresciuto soltanto dello 0,7% rispetto all'anno precedente. Le esportazioni non hanno fornito impulsi e la domanda interna ha perso slancio. Indicatori importanti suggeriscono tuttavia che la fase di flessione della crescita sarà gradualmente superata. Una svolta particolarmente pronunciata è quella che si osserva per quanto riguarda lo stato d'animo nell'industria delle esportazioni, derivante da un apprezzamento più ottimistico della situazione economica mondiale. In alcuni Paesi dell'Asia orientale l'economia si è ristabilita. Il proseguimento della vigorosa crescita negli Stati Uniti e la quiete ristabilitasi sui mercati finanziari internazionali sono anch'essi motivi di un atteggiamento fiducioso verso il futuro.

Assemblea generale degli azionisti (p. 34)

Nel suo discorso d'apertura, il presidente uscente del consiglio di banca, Jakob Schönenberger,

ha offerto una retrospettiva sugli avvenimenti centrali dei sei anni in cui ha svolto questo mandato. Ha accordato particolare rilievo agli sviluppi intervenuti sui mercati finanziari e ai cambiamenti strutturali del settore bancario svizzero. Parecchie di queste modifiche si possono riassumere sotto i titoli «globalizzazione» e «razionalizzazione». L'impressione complessiva è stata quella di un periodo di profonde trasformazioni. Il discorso si è concluso con l'osservazione che la via della Svizzera e della Banca nazionale non è diventata più facile nel nuovo contesto europeo.

Il presidente della direzione generale, Hans Meyer, ha dapprima illustrato l'andamento dell'economia e della politica monetaria in Svizzera nel 1998. Le condizioni monetarie favorevoli sono state un fattore essenziale per il proseguimento della ripresa economica nonostante la situazione difficile sul piano internazionale. Le critiche mosse all'FMI in seguito alle crisi sorte nell'Asia orientale, in Russia e nel Brasile sono in parte comprensibili, ma esagerate. In Svizzera, il processo di adeguamento della costituzione monetaria alle esigenze dei tempi è bene avviato. La Banca nazionale è spiacente dei lati oscuri del suo atteggiamento durante i difficili anni della Seconda guerra mondiale e ritiene che gli sforzi compiuti dai poteri pubblici possano costituire un contributo per assumere un atteggiamento convincente nei confronti del passato.

Volatilità del tasso di cambio e commercio esterno della Svizzera (p. 46)

Tradizionalmente si considera che la volatilità del tasso di cambio influisca negativamente sulla quantità delle esportazioni, mentre il suo influsso sui prezzi all'esportazione è ritenuto indeterminato. Nel presente articolo si esamina il rapporto empirico tra la volatilità del tasso di cambio e le esportazioni svizzere ricorrendo ad un modello multivariato «GARCH-in-mean». Accanto alle esportazioni complessive, si considerano diverse categorie di merci (prodotti grezzi e semilavorati, beni di consumo, beni d'investimento) e destinazioni (Germania, Francia, Italia). Da quest'analisi non risulta complessivamente un rapporto empirico affidabile tra la volatilità del franco e le esportazioni dalla Svizzera: la varianza del tasso di cambio determinata con un metodo GARCH non è significativa secondo criteri statistici né nelle equazioni di determinazione della quantità delle esportazioni né in quelle di determinazione dei prezzi d'esportazione.

Conclusions for monetary policy (p. 8)

The National Bank intends to adhere to its generous monetary policy. While it is true that economic prospects for the coming months have improved gratifyingly, it remains to be seen whether these expectations will actually be fulfilled. The outlook for inflation continues to be favourable. The development of the monetary aggregates, which provides useful information on the medium-term development of inflation, clearly indicates that consumer prices should remain stable for some time to come.

Economic and monetary developments (p. 10)

The National Bank continued to conduct a generous monetary policy in the first few months of 1999, duly taking into account the levelling off of economic activity. Overall, monetary conditions were somewhat more expansionary than at the end of 1998; short-term interest rates remained at a low level, and the real export-weighted exchange rate declined slightly. On 8 April the National Bank decided to lower the discount rate by half a percentage point to 0.5% in the wake of a cut in the key interest rate by the European Central Bank. With the reduction in the interest rate in April, the National Bank primarily sought to prevent the Swiss franc's appreciation against the euro, which would have fitted badly into the economic environment.

Real gross domestic product grew year-on-year by a mere 0.7% in the first quarter. No stimuli emanated from the export industry, and domestic demand lost momentum. According to major indicators, however, the period of sluggish growth was gradually drawing to an end. Change in sentiment was particularly marked in the export industry, due to a more optimistic assessment of the world economic situation. In a number of East Asian countries the economy stabilised. Continued strong growth in the United States and the renewed calm in the international financial markets also inspire confidence.

General Meeting of Shareholders (p. 34)

In his opening speech the retiring President of the Bank Council, Jakob Schönenberger, looked back on the significant events during his six-year term of office. Of particular relevance were the developments in the financial markets and the structural changes in the Swiss banking sector. Many of these can be summarised under the headings globalisation and rationalisation. Overall, he drew a picture of a period

characterised by radical change and concluded by saying that Switzerland's path into the future and the path of the National Bank had not become any easier in a new European environment.

In his address the Chairman of the Governing Board, Hans Meyer, discussed economic developments and Switzerland's monetary policy in 1998. Favourable monetary conditions helped in large measure to promote the economic recovery despite the difficult international environment. While criticism of the IMF voiced in the wake of the crises in East Asia, Russia and Brazil is to some extent understandable, it is also exaggerated. In Switzerland, the amendments to the monetary constitution to meet the needs of the times are making good progress. The National Bank regrets the dark sides of its conduct during the difficult war years; it believes that the official efforts being made are a valid and convincing contribution to coming to terms with the past.

The influence of exchange rate volatility on Swiss trade (p. 46)

The traditional view states that exchange rate volatility has a negative effect on export volume, whereas its influence on export prices is ambiguous. This contribution investigates the empirical relationship between exchange rate volatility and Swiss exports using a multivariate "GARCH-in-mean" model. Apart from total exports, several export categories (raw materials and semi-finished products, consumer goods and investment goods) and several export destinations (Germany, France and Italy) are examined. The results establish no clear empirical relationship between the Swiss exports and the volatility of the Swiss franc defined by the variance of the GARCH process. Exchange rate volatility is found to be statistically insignificant in the equation for export volume and for export prices.

Conclusions de politique monétaire

Au premier trimestre de 1999, la croissance de l'économie suisse a été faible. Seules quelques impulsions sont venues des exportations. La demande intérieure est restée le plus important soutien de la conjoncture, mais elle a perdu quelque peu de son dynamisme. Les mauvaises conditions climatiques, un autre facteur qui a pesé sur l'évolution, ont eu de sensibles répercussions sur le tourisme et la construction. Le ralentissement de la croissance a influé également sur le marché du travail. Depuis le milieu de 1998, l'emploi augmente à un rythme plus lent. Le chômage a toutefois continué à se replier. Sa diminution a été amplifiée par le nombre élevé des chômeurs en fin de droits. Néanmoins, un tournant positif a été clairement observé. Il atteste la flexibilité régnant sur notre marché du travail.

Le renchérissement est resté très bas. En moyenne des mois de janvier à mai, l'indice des prix à la consommation était de 0,4% supérieur à son niveau de la même période de 1998. Le relèvement de la TVA n'a été répercuté jusque-là que partiellement sur les prix, selon des estimations de l'Office fédéral de la statistique. Dans le domaine des marchandises en particulier, il est difficile d'imposer des augmentations de prix, étant donné les capacités excédentaires et la vive concurrence internationale. La marge est plus grande dans le secteur des services, où des hausses de prix sensibles, mais non inquiétantes, ont été enregistrées.

Au premier semestre de 1999, la Banque nationale a continué à mener une politique monétaire généreuse. Dans l'ensemble, les conditions monétaires ont été un peu plus expansionnistes qu'à fin 1998. Les taux d'intérêt à court terme sont restés à un bas niveau, soit à 1%, et le cours réel du franc, pondéré par les exportations, a diminué légèrement. Le 8 avril, la Banque nationale a décidé de ramener son taux de l'escompte de 1% à 0,5%, après la baisse du taux directeur de la Banque centrale européenne. Les rémunérations servies sur le marché monétaire suisse ont alors passé au-dessous de 1%, tandis que les taux d'intérêt sur le marché des capitaux sont restés largement inchangés. En abaissant son taux de l'escompte, la Banque nationale a voulu réduire le risque d'une sensible revalorisation du franc face à l'euro, revalorisation qui aurait été malvenue eu égard à la conjoncture.

Outre la faible croissance économique et le repli du taux d'utilisation des capacités techniques au sein de l'économie, l'évolution des agrégats monétaires donnait elle aussi une marge pour une baisse des taux d'intérêt. En moyenne des mois de janvier à avril, la masse monétaire M_3 dépassait de 0,8% seulement son niveau de la période correspondante de 1998. Cette

lente progression s'explique en grande partie par le tassement de la conjoncture. Quant à la monnaie centrale, elle a diminué depuis décembre 1998. Comme précédemment, on ne peut toutefois accorder qu'une importance restreinte à son évolution.

Alors que l'économie continuait sa lente évolution au début de l'année, les perspectives se sont nettement améliorées. Le revirement a été particulièrement net dans l'industrie d'exportation. Il a découlé des jugements plus optimistes portés sur la situation économique mondiale. Les économies de plusieurs pays d'Asie orientale se sont stabilisées, et la demande provenant de cette région a commencé à redémarrer, à partir il est vrai d'un niveau très bas. La croissance toujours forte de l'économie américaine et le retour au calme sur les marchés financiers internationaux ont eux aussi contribué à la confiance. Dans la zone euro, plusieurs indicateurs incitent à penser que les pays sortent peu à peu de la phase de faible croissance. La Banque nationale table, pour le second semestre, sur une accélération de l'activité économique en Suisse. En dépit de la modeste progression du produit intérieur brut réel au premier trimestre, elle estime qu'une croissance d'environ 1,5%, en moyenne de 1999, est toujours plausible.

En matière de renchérissement, les perspectives restent favorables. En moyenne annuelle, l'indice des prix à la consommation devrait augmenter de moins de 1% en 1999. La demande de consommation étant robuste, il faut s'attendre, dans les services du secteur privé avant tout, à des hausses de prix supérieures aux effets du relèvement de la TVA. La déréglementation dans le domaine des télécommunications et le démantèlement des mesures soutenant les prix des produits agricoles continueront à exercer des effets modérateurs sur le renchérissement. En outre, aucune pression inflationniste ne découle des salaires, bien qu'une raréfaction de l'offre puisse être observée dans certains segments du marché du travail. L'évolution des agrégats monétaires, qui fournit d'utiles informations sur la tendance à moyen terme du renchérissement, indique que les prix à la consommation devraient demeurer stables dans le proche avenir.

La Banque nationale envisage de maintenir sa politique monétaire tendanciellement ample. Les perspectives pour ces prochains mois se sont améliorées dans une mesure réjouissante. Mais il faut voir si ces attentes seront effectivement comblées. De plus, on ne peut pas encore tabler, pour le proche avenir, sur une hausse notable du taux d'utilisation des capacités techniques. Compte tenu de la conjoncture qui est toujours fragile, il convient de continuer à accorder une grande importance à l'évolution du cours du franc.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour la séance du 11 juin 1999

Le rapport a été approuvé le 27 mai 1999. Autant que possible, il tient compte également des informations publiées après cette date. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières.

1 Environnement international

1.1 Conjoncture

Au premier trimestre de 1999, la conjoncture est restée dynamique aux Etats-Unis. En Europe, par contre, l'économie n'est pas encore parvenue à surmonter la phase de faiblesse qui a commencé en automne 1998. La récession a continué au Japon, alors que la situation s'est stabilisée dans plusieurs autres Etats d'Asie orientale et en Amérique latine.

Poursuite de l'essor aux Etats-Unis

L'économie américaine a poursuivi sa vigoureuse croissance au premier trimestre. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,9%, contre 4,3% au trimestre précédent. Une fois encore, les principales impulsions sont venues de la consommation privée, qui a été stimulée par la situation favorable sur le marché du travail et par de nouveaux gains de cours sur les marchés des actions. Les investissements ont eux aussi nettement progressé. Par contre, les exportations ont reculé, après avoir perdu beaucoup de leur vigueur en 1998.

Le taux de chômage a encore diminué quelque peu, au premier trimestre, pour s'inscrire à 4,3%. Le renchérissement est resté bas (1,7%) grâce notamment à la forte revalorisation que le cours réel du dollar a enregistré, en données pondérées par le commerce extérieur, jusqu'au troisième trimestre de 1998 et à la baisse du taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie. En avril cependant, le renchérissement a marqué une accélération sensible,

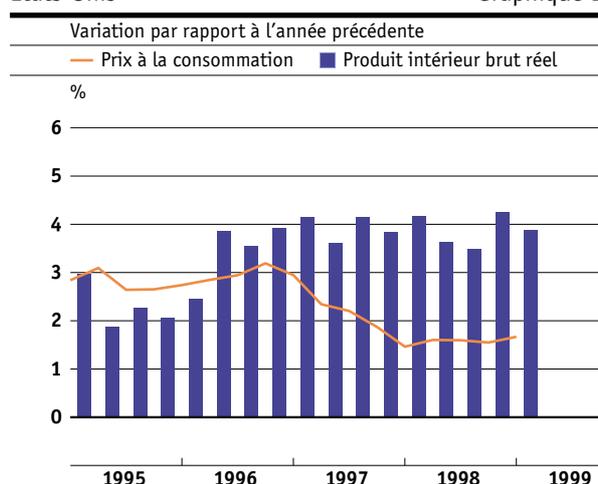
passant à 2,3%, du fait principalement de la forte hausse des prix des produits énergétiques. Le cours du dollar, en données pondérées par le commerce extérieur, a faibli entre-temps, ce qui a sans doute contribué à renforcer les pressions sur les prix.

Les disparités observées dans l'évolution de la conjoncture mondiale ont influé sur la balance commerciale américaine. En 1998, son déficit s'est creusé de 50 milliards de dollars à la suite de la progression vigoureuse des importations et du ralentissement des exportations vers l'Asie et l'Europe. Il atteignait ainsi 248 milliards de dollars, soit environ 3% du produit intérieur brut.

Affaiblissement en Europe

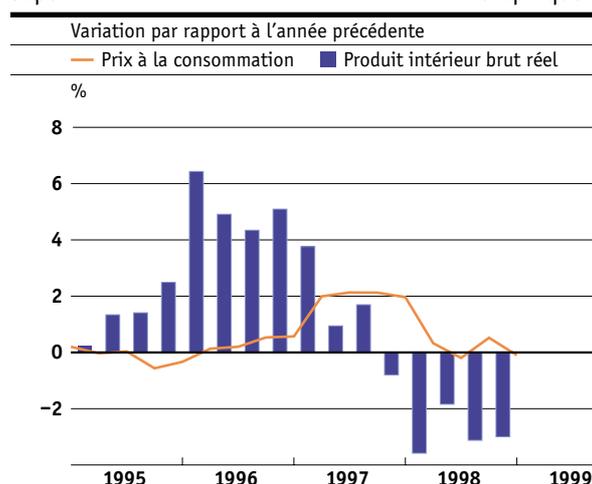
En Europe, la conjoncture a marqué un ralentissement à la fin de 1998. Au quatrième trimestre, le produit intérieur brut réel de la zone euro n'a augmenté que faiblement par rapport au trimestre précédent. Il dépassait encore de 2,3% son niveau de la période correspondante de 1997, alors qu'un taux de 3,7% avait été enregistré pour le premier trimestre de 1998. Si la consommation privée a été robuste, les exportations ont reculé, et la propension à investir a été généralement faible. De substantiels décalages conjoncturels ont été observés entre les pays ayant adopté l'euro. Le tassement a été particulièrement marqué en Allemagne et en Italie, pays dont les taux de croissance s'établissaient à environ 1% au quatrième trimestre. En France, en revanche, la conjoncture est restée vigoureuse (2,8%).

Etats-Unis Graphique 1



Source pour graphiques 1 et 2:
Banque des Règlements Internationaux (BRI)

Japon Graphique 2



La croissance de l'économie britannique a continué à faiblir, passant à 0,7% au quatrième trimestre. La stagnation de la conjoncture est due essentiellement au secteur des exportations, qui a ressenti à la fois les effets de la baisse de la demande et de la fermeté de la livre sterling. En revanche, la consommation, toujours vive, et les investissements en expansion dans les services ont soutenu la demande.

Au premier trimestre, la conjoncture est restée inchangée dans la zone euro. La consommation privée a continué à bénéficier d'un climat favorable. Par contre, la production a stagné dans l'industrie manufacturière, et le climat s'est encore détérioré chez les fabricants. Le repli des taux d'intérêt, l'affaiblissement de l'euro et l'amélioration qui se dessine du côté de l'économie mondiale devraient toutefois redonner peu à peu de l'élan à la conjoncture européenne.

En dépit de la faiblesse de la conjoncture au quatrième trimestre, le chômage a continué à se replier. Dans la zone euro, il a légèrement diminué, au premier trimestre, pour s'établir à 10,5%; en l'espace d'un an, il a ainsi baissé de plus d'un demi-point. Au Royaume-Uni, il a stagné à 4,6%.

Récession persistante au Japon

Au Japon, la récession s'est poursuivie au quatrième trimestre. Le produit intérieur brut réel a fléchi de 3% en comparaison annuelle. A l'exception de la consommation publique, toutes les composantes de la demande ont faibli. Les investissements et les exportations ont marqué de très nets reculs.

Malgré les vastes mesures de relance prises par le gouvernement, la situation ne s'est pas améliorée au premier trimestre. La production industrielle a encore chuté en comparaison annuelle, et les ventes du commerce de détail ont une nouvelle fois reculé. Le taux de chômage a augmenté pour atteindre 4,6%; il dépassait ainsi d'un point son niveau du premier trimestre de 1998.

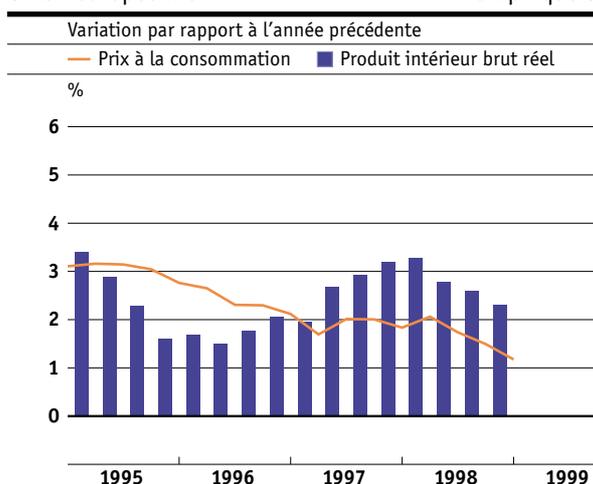
Stabilisation en Corée du Sud et en Thaïlande

En Corée du Sud et en Thaïlande, les signes d'une stabilisation de la conjoncture se sont multipliés à fin 1998. La production industrielle a repris du dynamisme en Corée du Sud, et le recul du produit intérieur brut a pris fin en Thaïlande. Les taux d'intérêt ont baissé, et la confiance croissante des investisseurs a poussé les cours boursiers à la hausse.

En Indonésie, par contre, la demande intérieure est restée faible malgré le repli des taux d'intérêt et la politique budgétaire expansionniste. En outre, les exportations n'ont pas redémarré, bien que la monnaie se soit fortement dévalorisée en 1997. La situation politique du pays en particulier continue à rendre plus difficile le redressement de l'économie.

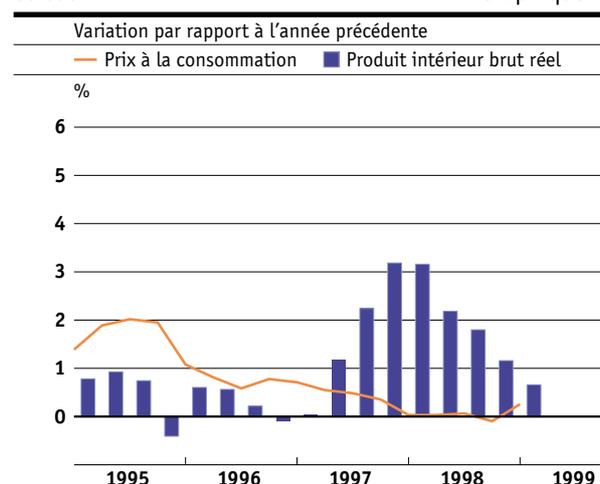
En Chine, la croissance s'est encore ralentie. Le gouvernement a renouvelé ses efforts en vue de relancer l'économie grâce à d'importants investissements publics.

Union européenne Graphique 3



Source: BRI

Suisse Graphique 4



Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et Office fédéral du développement économique et de l'emploi (OFDE)

Apaisement de la situation au Brésil

Les taux d'intérêt élevés, avec lesquels la crise monétaire brésilienne avait été combattue au début de l'année, ont provoqué une récession et un accroissement du chômage. Vers la fin du premier trimestre, les perspectives se sont éclaircies. En mars, le gouvernement et le Fonds monétaire international (FMI) ont conclu un accord portant sur un nouveau programme de stabilisation économique. Les capitaux étrangers ont alors repris le chemin du Brésil. La monnaie s'est raffermie, après avoir perdu une grande part de sa valeur dans la phase qui a suivi le passage, à la mi-janvier, au flottement. Ainsi, la banque centrale a pu réduire graduellement ses taux directeurs en mars et en avril.

Crise persistante en Russie

Aucun signe d'amélioration de la situation économique et politique n'est encore apparu en Russie. A fin avril, le FMI et le gouvernement se sont mis d'accord sur les principes d'un nouveau programme économique. Pour autant que les autorités russes remplissent certaines exigences, le FMI s'est déclaré prêt à accorder à ce pays un crédit de 3,3 milliards de droits de tirage spéciaux, pour une durée de 18 mois, dans le cadre d'un accord de confirmation.

1.2 Evolution monétaire

Renchérissement bas dans la zone de l'OCDE

Au premier trimestre, le renchérissement est resté orienté à la baisse dans les pays industrialisés. En moyenne des Etats membres de l'OCDE (sans les pays à forte inflation), il a passé de 2% en décembre à 1,9% en mars. Aux Etats-Unis et dans la zone euro, il a légèrement augmenté pour atteindre respectivement 1,7% et 1%; au Royaume-Uni, en revanche, il a diminué sensiblement, passant de 2,8% à 2,1%. Au Japon, le niveau des prix a baissé en comparaison annuelle. La hausse des prix pétroliers, en avril, s'est traduite par une accélération du renchérissement dans de nombreux pays de l'OCDE.

Politique monétaire inchangée aux Etats-Unis – Assouplissement en Europe et au Japon

Les écarts conjoncturels entre les pays industrialisés ont influé sur la politique monétaire. Après avoir ramené de 5,5% à 4,75% le taux de l'argent au jour le jour, entre fin septembre et mi-novembre 1998, et réduit de 5% à 4,5% le taux de l'escompte, la Réserve fédérale des Etats-Unis a maintenu sa politique monétaire inchangée au premier trimestre.

En revanche, la Banque centrale européenne a abaissé, le 8 avril, d'un demi-point son taux directeur – le taux des opérations principales de refinancement – qui a ainsi passé à 2,5%. Elle a tenu compte de l'affaiblissement de la conjoncture et du bas niveau du renchérissement. En outre, elle a ramené de 4,5% à 3,5% le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de 2% à 1,5% celui de la facilité de dépôt. Il s'agit du premier ajustement de taux dans la zone euro depuis que les banques centrales de la future zone avaient, dans le cadre d'une action concertée, amené leurs taux directeurs à 3% à fin décembre 1998.

En dehors de la zone euro, la Banque d'Angleterre a réduit son taux directeur de 0,75 point au total, entre février et avril, pour le porter à 5,25%. Elle a ainsi réagi au sensible ralentissement de la croissance et au net repli du renchérissement. De plus, les banques centrales du Danemark, de la Suède et de la Norvège ont abaissé leurs taux directeurs en avril.

Au premier trimestre, la Banque du Japon a assoupli elle aussi sa politique, afin de contrecarrer les tendances tenaces à la déflation. Elle a ramené le taux de l'argent au jour le jour de 0,25 % à 0,15 % en février, puis l'a laissé quasiment descendre à près de 0,0 % en mars et avril.

Légère hausse des taux d'intérêt à long terme

Aux Etats-Unis, les taux à long terme ont enregistré une vive hausse, au premier trimestre, à la suite de l'expansion économique vigoureuse et du retour au calme sur les marchés financiers internationaux. Le taux des emprunts d'Etat à dix ans a passé de 4,6 % en décembre à 5,2 % en mars. En Europe, les taux à long terme ont continué à se replier au début de l'année, puis augmenté dans le sillage des taux américains. Dans la zone euro, le rendement des emprunts d'Etat à dix ans s'inscrivait à 4 % en moyenne du premier trimestre; il était encore inférieur de 0,2 point à son niveau du quatrième trimestre de 1998. Au Royaume-Uni, ce rendement a fléchi de 0,3 point pour s'établir à 4,5 %. Au Japon, les taux à long terme sont remontés au premier trimestre; après être descendus à 1,1 % au quatrième trimestre de 1998, ils ont passé à 2 %. Le fort prélèvement opéré sur le marché des capitaux par l'Etat japonais explique cette hausse.

1.3 Perspectives conjoncturelles

Au premier semestre, les instituts de recherches conjoncturelles ont révisé considérablement leurs prévisions pour 1999. Aux Etats-Unis, la croissance devrait être nettement plus forte que prévu; par contre, les prévisions ont été corrigées à la baisse pour le Japon et l'UE.

Selon les prévisions établies par l'OCDE au printemps, l'économie américaine devrait progresser, en 1999, de 3,6 % en termes réels, soit presque aussi fortement que l'année dernière. En l'an 2000, sa croissance devrait faiblir à 2 %. L'économie japonaise restera marquée par la récession en 1999 et stagnera l'an prochain. L'OCDE table sur un ralentissement dans l'UE. La croissance devrait s'y inscrire à près de 2 % en 1999; la France enregistrera un taux supérieur à la moyenne, alors que les trois autres grands pays auront des taux plus faibles. En outre, l'OCDE prévoit une accélération en Europe au second semestre de 1999, accélération qui se transformera en reprise en l'an 2000. Cette confiance, que partagent nombre d'autres instituts de recherches conjoncturelles, repose surtout sur les espoirs de stabilisation de la situation en Asie orientale.

D'après l'OCDE, le chômage devrait rester bas aux Etats-Unis, se replier légèrement dans l'UE et continuer à augmenter au Japon. Dans tous les grands pays de l'OCDE, le renchérissement demeurera probablement à un bas niveau en 1999 (Tableau 1).

Prévisions établies par l'OCDE

Tableau 1

	Croissance économique ¹			Renchérissement ²			Taux de chômage ³		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Union européenne	2,8	1,9	2,4	1,8	1,7	1,7	10,5	10,1	9,8
Allemagne	2,8	1,7	2,3	0,9	0,9	1,3	11,2	10,7	10,0
France	3,2	2,3	2,6	0,7	0,9	1,1	11,8	11,3	10,8
Royaume-Uni	2,1	0,7	1,6	2,5	2,7	2,5	6,2	6,7	7,3
Italie	1,4	1,4	2,2	2,9	2,3	1,5	12,2	12,1	11,9
Etats-Unis	3,9	3,6	2,0	1,0	1,1	1,5	4,5	4,2	4,4
Japon	-2,8	-0,9	0,0	0,4	-0,7	-0,6	4,1	4,9	5,3
Suisse	2,1	1,2	1,8	1,1	1,0	1,2	3,9	3,0	2,7
OCDE	2,3	2,2	2,1	1,3	1,1	1,3	7,1	7,0	7,0

1 Produit intérieur brut réel, variation en % par rapport à l'année précédente

2 Déflateur du PIB, variation en % par rapport à l'année précédente

3 En % de la population active.
Source: Perspectives économiques de l'OCDE, juin 1999

2 Evolution monétaire

2.1 Agrégats monétaires

Normalisation des avoirs en comptes de virements

Au premier trimestre de 1999, les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale ont diminué tout en fluctuant fortement. En mars, ils s'établissaient à 3,7 milliards de francs, contre environ 4,7 milliards en octobre 1998. La Banque nationale avait alors approvisionné amplement les banques en liquidités supplémentaires, afin de prévenir le danger d'une revalorisation trop forte du franc.

En moyenne du premier trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée, qui comprend les billets en circulation et les avoirs en comptes de virements des banques, atteignait 34 278 millions de francs. Par rapport au quatrième trimestre de 1998, elle a diminué de 2% en taux annualisé, mais dépassait de 378 millions, ou de 1,1%, le montant prévu de 33 900 millions de francs. Cet écart s'explique surtout par l'évolution des billets en circulation qui, après leur vigoureuse progression due à l'échéance annuelle, ont marqué un recul étonnamment lent. En l'espace d'une année, la monnaie centrale désaisonnalisée s'est accrue de 3,4%, les avoirs en comptes de virements, de 2,6%, et les billets en circulation, de 3,5%.

L'écart entre la monnaie centrale désaisonnalisée et le sentier de croissance fixé en 1994 atteignait 7,2% en janvier, 7,8% en février et 6,3% en mars de cette année. Ces fluctuations reflètent principalement la volatilité de la demande d'avoirs en comptes de virements de la part des banques. Etant

donné les déplacements, observés surtout au milieu des années nonante, de la demande de billets, la Banque nationale continue à estimer que l'écart par rapport au sentier de croissance amplifie le caractère expansionniste de la politique monétaire.

Prévision pour le deuxième trimestre

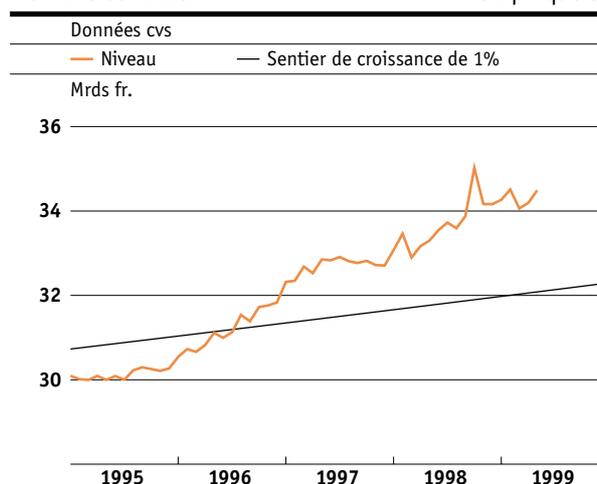
Au deuxième trimestre, la Banque nationale table sur un volume moyen de monnaie centrale désaisonnalisée de 34 400 millions de francs. Ce montant correspond à une croissance de 0,3% seulement, en taux annualisé, par rapport au quatrième trimestre de 1998. Il faut toutefois relever que le niveau de la monnaie centrale était alors exceptionnellement élevé du fait de l'approvisionnement en liquidités supplémentaires au mois d'octobre. Par rapport au deuxième trimestre de 1998, cet agrégat devrait donc augmenter de 3,2%.

Stagnation de M_3

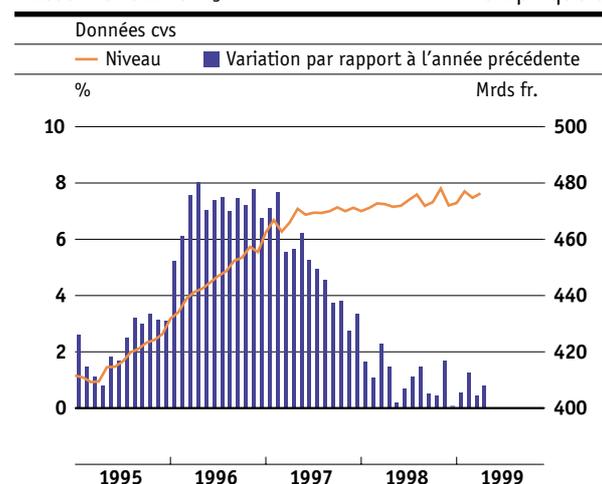
Après correction des variations saisonnières, la masse monétaire M_3 est restée au niveau du trimestre précédent. En comparaison annuelle, elle s'est accrue de 0,7%, comme au quatrième trimestre de 1998. Ainsi, le taux d'expansion de M_3 était toujours inférieur à la grandeur que l'on estime compatible avec la stabilité des prix à long terme.

Les taux de croissance des autres agrégats monétaires au sens large ont évolué eux aussi comme aux trimestres précédents. La masse monétaire M_1 a continué à progresser plus rapidement que M_2 , soit de 5,3% en un an. M_2 n'a quant à lui augmenté que de 0,8% en comparaison annuelle. Le repli des taux d'intérêt à court terme, au début d'avril, n'apparaît pas encore dans les rythmes de croissance de ces agrégats.

Monnaie centrale Graphique 5



Masse monétaire M_3 Graphique 6



Source pour graphiques 5 et 6: BNS

	1997	1998	1998				1999		
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	avril	mai
Billets en circulation ¹	29,0	29,6	29,4	29,4	29,3	30,2	30,6	30,5	30,5
Variation ²	2,8	1,9	0,2	1,9	2,6	3,0	4,2	3,2	4,0
Avoirs en compte de virements ¹	3,7	4,1	3,9	3,8	4,0	4,5	4,0	3,6	3,7
Variation ²	26,5	9,4	12,4	2,1	4,6	18,8	2,7	2,8	-1,8
MC ^{1,3}	32,7	33,6	33,3	33,2	33,3	34,7	34,6	34,2	34,3
MCD ^{1,4}	32,7	33,7	33,1	33,3	33,7	34,4	34,3	34,2	34,5
Variation ²	4,8	3,0	2,1	1,8	2,7	5,2	3,4	3,1	3,6
Variation ⁵	3,1	5,2	4,9	3,6	4,0	5,2	-2,0	-1,8	0,2

Agrégats monétaires au sens large⁶

Tableau 3

	1997	1998	1998				1999	
			1er trim. ^p	2e trim. ^p	3e trim. ^p	4e trim. ^p	1er trim. ^p	avril ^p
Numéraire en circulation	3,2	1,6	-0,4	1,3	2,2	3,3	3,7	3,0
Dépôts à vue	14,9	10,9	16,5	7,5	8,0	11,7	6,7	12,5
Comptes de transactions	7,1	6,4	8,3	9,2	4,4	3,7	4,1	6,6
M₁	10,1	7,8	10,8	7,2	5,8	7,5	5,3	9,0
Dépôts d'épargne	3,6	-1,1	1,6	-1,3	-2,0	-2,7	-3,3	-2,1
M₂	6,5	3,1	5,8	2,7	1,7	2,2	0,9	3,3
Dépôts à terme	-0,8	-8,0	-15,8	-7,4	-2,3	-5,9	0,2	-11,0
M₃	5,1	1,0	1,6	0,7	0,9	0,7	0,7	0,8

1 Moyenne des valeurs mensuelles, en milliards de francs; en regard des mois figurent les moyennes des valeurs journalières.

2 En % par rapport à l'année précédente

3 Monnaie centrale = billets en circulation + avoirs en comptes de virements

4 Monnaie centrale désaisonnalisée = monnaie centrale divisée par les coefficients saisonniers

5 Taux de variation annualisés, calculés par rapport au niveau moyen de la MCD pour le 4e trimestre (pour les données mensuelles, la moyenne est centrée sur novembre); en regard des années figurent les variations du 4e trimestre par rapport au 4e trimestre de l'année précédente.

6 Définition 1995; variation en % par rapport à l'année précédente

p Chiffres provisoires

2.2 Crédits et marché des capitaux

Croissance toujours faible des crédits à la clientèle suisse

Les crédits bancaires à la clientèle dépassaient de 9,1%, à fin mars, le niveau observé un an auparavant. Cette hausse s'explique principalement par la forte progression des crédits à la clientèle étrangère (24,5%). Les crédits à la clientèle suisse n'ont, de leur côté, enregistré qu'une modeste augmentation; leur taux annuel de croissance (2,7%) a été cependant sensiblement supérieur à celui de fin 1998 (0,5%).

Les deux composantes des crédits à la clientèle suisse – créances hypothécaires et créances sur la clientèle – ont augmenté à peu près au même rythme, à savoir de 2,7% et de 2,8%. Le taux de croissance des créances sur la clientèle a ainsi retrouvé, pour la première fois, un niveau équivalent à celui des crédits hypothécaires; depuis le début des années nonante, la progression des créances sur la clientèle n'avait pas cessé de se ralentir. Des taux de variation négatifs avaient même été enregistrés pendant plusieurs années. Par contre, les limites ouvertes et les montants utilisés des crédits de construction étaient, à fin mars, encore nettement inférieurs aux niveaux observés un an auparavant (-12% pour chaque position).

Le bas niveau des taux d'intérêt sur le marché des capitaux favorise les remboursements

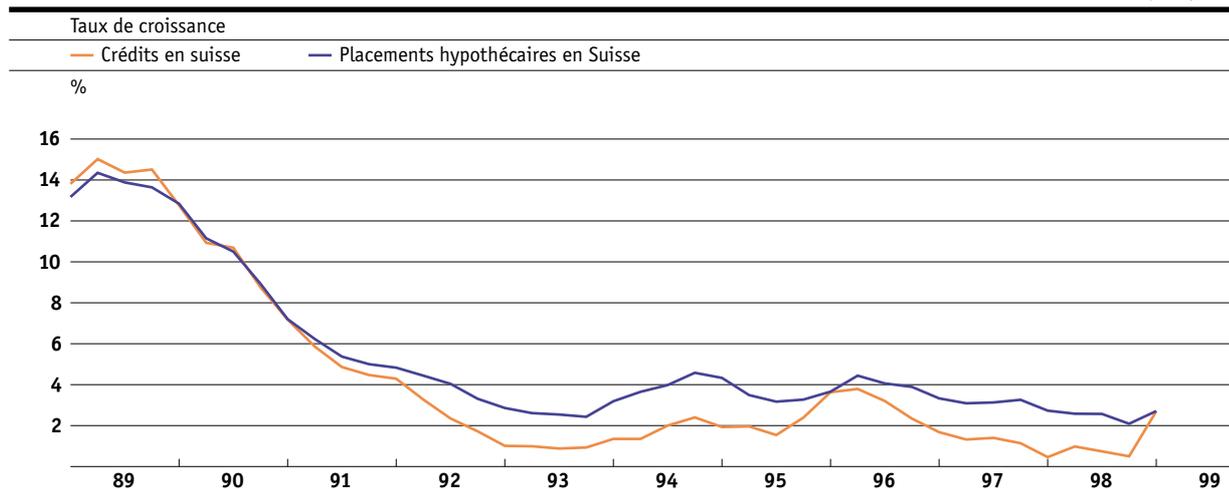
Le prélèvement brut opéré sur le marché suisse des capitaux par les émissions d'emprunts et d'actions a été aussi élevé au premier trimestre qu'un an auparavant. Le bas niveau des taux d'intérêt a encore incité les débiteurs à procéder à des remboursements anticipés d'emprunts. Le volume des remboursements a donc été nettement plus important qu'au premier trimestre de 1998. Ainsi, le prélèvement net opéré sur le marché suisse des capitaux (émissions moins remboursements) a diminué de 4,8 milliards de francs en l'espace d'une année pour s'inscrire à 8,5 milliards.

Les débiteurs étrangers ont émis des obligations pour un montant net de 7,3 milliards de francs. Malgré l'accroissement des remboursements, ce montant était supérieur à celui du trimestre correspondant de 1998 (6,6 milliards de francs). Pendant la même période, le prélèvement net opéré par les emprunteurs suisses a chuté, passant de 7,1 milliards à 0,6 milliard de francs. Les remboursements en hausse, mais surtout la forte baisse des émissions d'emprunts expliquent ce recul. Dans les compartiments suisse et étranger, les émissions se sont concentrées sur les emprunts classiques («straights»), qui ont continué à bénéficier du bas niveau des taux d'intérêt.

Sur le marché suisse des actions, le volume des émissions est resté modeste. Au premier trimestre, il dépassait les remboursements de 0,5 milliard de francs. Au cours de la période correspondante de 1998, les remboursements étaient encore supérieurs aux émissions (-0,4 milliard de francs).

Evolution des crédits en Suisse

Graphique 7



Source: BNS

	1997	1998	1998				1999
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Emprunts et actions, total							
Valeur d'émission ¹	61,7	83,1	22,3	20,8	19,5	20,5	21,4
Conversion/remboursements	32,9	35,8	9,0	6,7	9,5	10,7	12,9
Recours net	28,8	47,3	13,3	14,1	10,0	9,9	8,5
Emprunts obligataires suisses							
Valeur d'émission ¹	24,3	30,3	11,5	7,5	6,2	5,1	7,5
Conversion/remboursements	17,6	16,0	4,4	3,3	4,8	3,5	6,9
Recours net	6,8	14,3	7,1	4,2	1,4	1,6	0,6
Actions suisses							
Valeur d'émission ¹	2,9	11,3	0,1	1,8	0,7	8,7	0,8
Remboursements	3,0	3,6	0,5	0,8	0,6	1,7	0,2
Recours net	-0,1	7,8	-0,4	1,0	0,1	7,0	0,5
Emprunts obligataires étrangers²							
Valeur d'émission ¹	34,5	41,5	10,7	11,5	12,6	6,7	13,2
Remboursements	12,4	16,2	4,1	2,6	4,1	5,4	5,9
Recours net ³	22,1	25,3	6,6	8,9	8,5	1,3	7,3

1 Selon la date de libération

2 Sans les emprunts
en monnaies étrangères

3 Sans les conversions

2.3 Taux d'intérêt

Stabilité des taux sur le marché monétaire

Au cours du premier trimestre, les taux à court terme n'ont guère varié. Le taux de l'argent au jour le jour, qui était d'environ 0,8% en janvier, est remonté en février et en mars pour s'inscrire de nouveau au-dessus de 1%. En moyenne du premier trimestre, il était donc aussi élevé qu'à la période précédente (1%). Les autres taux à court terme ont par contre légèrement régressé. Le taux des dépôts à trois mois a fléchi de 0,2 point, passant à 1,2% sur le marché des euro-francs, alors que le rendement à l'émission des créances comptables sur la Confédération a diminué de 0,1 point pour s'établir à 1,1%.

Les écarts par rapport aux rémunérations servies à l'étranger ne se sont pas, eux non plus, fortement modifiés. Sur l'euro-marché, l'écart entre les rémunérations des placements à trois mois en euros et en francs était de 1,8% en moyenne trimestrielle. Quant à la différence entre les taux des placements à trois mois en dollars et en francs, elle s'est élevée à près de 3,7%.

Baisse des taux en avril

Avec effet au 9 avril 1999, la Banque nationale a abaissé le taux de l'escompte de 0,5 point, le ramenant à 0,5%. Cette mesure a été prise parallèlement à la décision de la Banque centrale européenne de réduire son principal taux directeur. A la suite de l'adaptation du taux de l'escompte, les rendements ont reculé sensiblement sur le marché monétaire suisse. A fin avril, le taux de l'argent au jour le jour était égal à celui des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs, soit 0,875%.

Stabilité des rendements obligataires

Au début de l'année, le rendement des obligations fédérales a augmenté, passant de 2,4% à 2,6%, du fait du réajustement de la corbeille des emprunts. Il s'est ensuite maintenu approximativement à ce niveau jusqu'en avril. Comme les taux à court terme ont diminué durant la même période, la courbe des taux d'intérêt est devenue un peu plus raide.

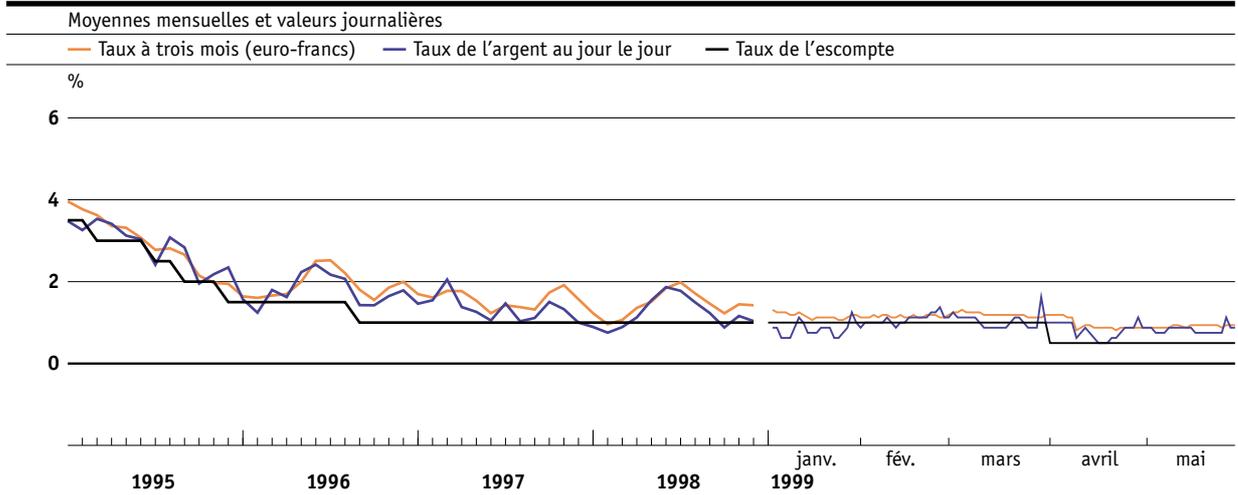
Pour les obligations d'Etat, les écarts entre les rendements étrangers, plus élevés, et suisses ont évolué diversement. Par rapport aux Etats-Unis, l'écart a augmenté de 0,2 point pour atteindre 2,4 points au premier trimestre. Par rapport à l'Allemagne, il s'établissait à 1,3 point, contre 1,6 point le trimestre précédent.

Baisse des taux hypothécaires

La baisse du taux de l'escompte, au début d'avril, n'a eu aucune répercussion sur le rendement des obligations fédérales. En revanche, elle a déclenché un mouvement de repli des taux hypothécaires. Plusieurs banques cantonales ont réduit le taux des anciennes hypothèques d'un quart de point pour le ramener à 3,75%. La baisse du taux des nouvelles hypothèques en premier rang devrait, quant à lui, entrer en vigueur cet été.

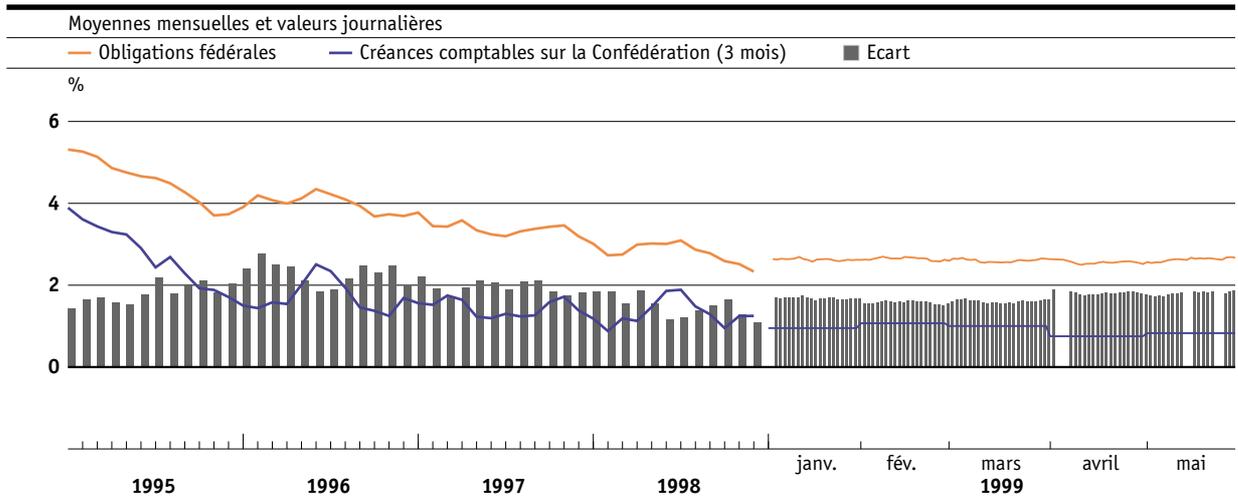
Cours des actions presque inchangés en Suisse

Durant les premiers mois de 1999, les cours des actions suisses n'ont augmenté que modérément. Leur évolution est restée nettement en deçà de ce qui a été observé sur les marchés étrangers, en particulier aux Etats-Unis. A fin avril, les cours boursiers étaient, en Suisse, toujours inférieurs de 10% environ à leur niveau record de juillet 1998.



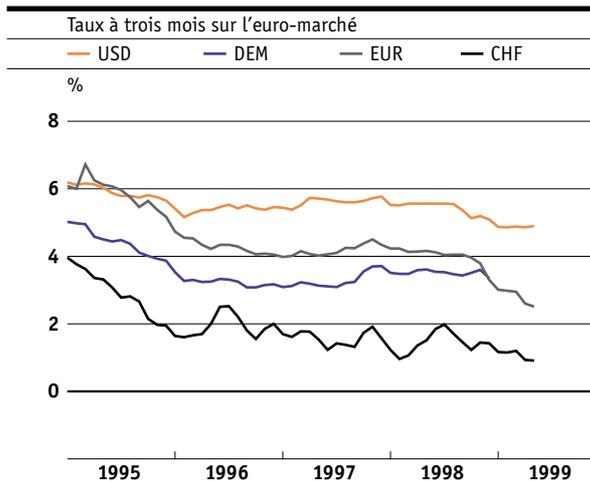
Rendement des obligations et structure des taux d'intérêt

Graphique 9



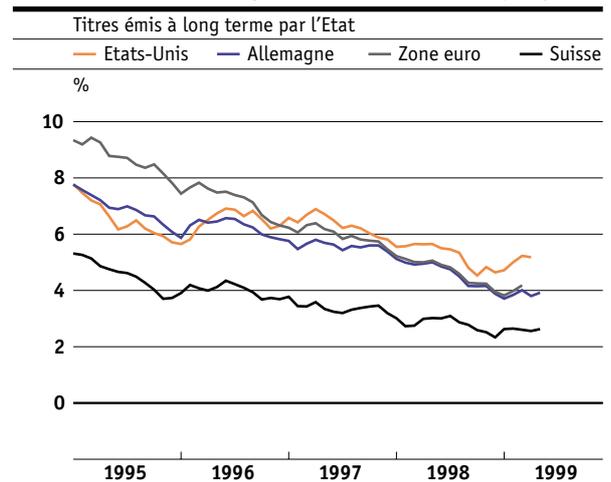
Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 10



Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 11



Source pour graphiques 8 et 10: BNS

Graphique 9: Obligations fédérales: le rendement moyen est calculé d'après l'échéance finale ou d'après la date de remboursement anticipé la plus proche, selon que les cours sont inférieurs ou supérieurs au cours auquel un remboursement anticipé peut être demandé. Créances comptables sur la Confédération:

rendements le jour de clôture des enchères; valeur mensuelle: rendement de la dernière mise aux enchères du mois. Source: BNS

Graphique 11: Etats-Unis: rendement, sur le marché secondaire, des titres à 10 ans d'échéance du Trésor américain; Allemagne: rendement d'obligations fédérales, cotées en bourse, à 10 ans d'échéance; Suisse: rendement moyen d'obligations fédérales; voir graphique 9. Sources: BRI et BNS

2.4 Cours de change

Fermeté persistante du dollar

Au premier trimestre, les décalages observés dans l'évolution de la conjoncture aux Etats-Unis et en Europe ont influé sur les marchés des changes. La robuste croissance économique aux Etats-Unis a engendré l'attente d'un relèvement des taux d'intérêt et, partant, d'une hausse du dollar. En Europe par contre, les perspectives conjoncturelles moins prometteuses ont incité à tabler sur un nouveau repli des taux d'intérêt, d'où un affaiblissement de l'euro. La guerre au Kosovo a encore accentué la pression à la baisse sur l'euro.

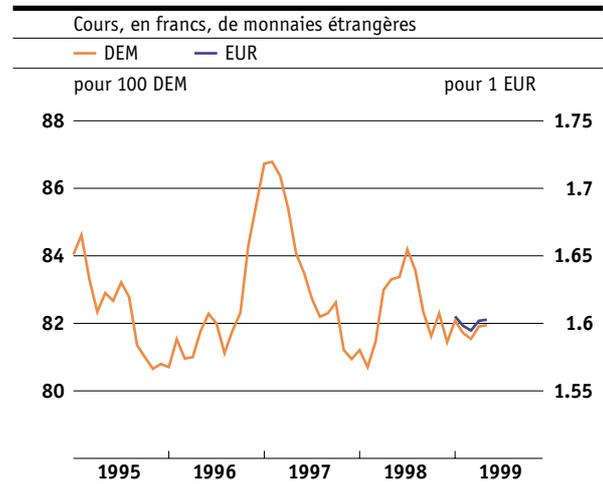
Entre début janvier et fin mai, l'euro a perdu 11,3% par rapport au dollar. Durant la même période, il a cédé 8% face à la livre sterling et 5,4% vis-à-vis du yen japonais. Le dollar a repris 3,8% à la livre sterling et 6,6% au yen japonais.

Affaiblissement du franc

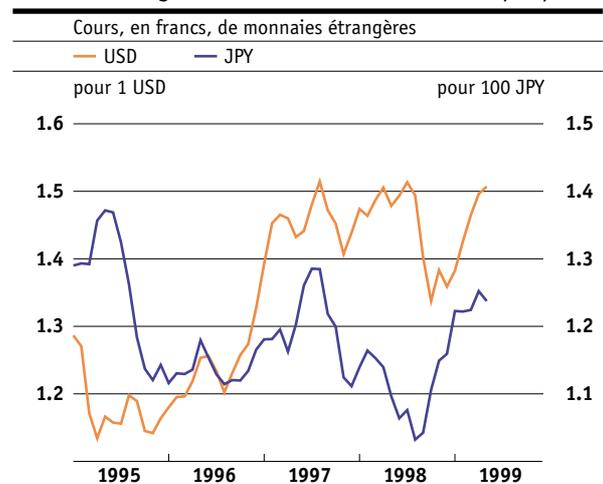
Le franc suisse a faibli par rapport à la plupart des monnaies importantes. Entre début janvier et fin mai, il a perdu 11,4% face au dollar des Etats-Unis, lequel s'échangeait contre 1,53 franc à la fin de cette période. En outre, la monnaie suisse a fléchi de 7,3% vis-à-vis de la livre sterling et de 4,5% par rapport au yen japonais. Elle n'est restée stable que face à l'euro qui valait 1,59 franc à fin mai, d'où une très légère revalorisation du franc depuis le début de l'année.

En termes réels, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, a diminué de 1,7% entre janvier et mai; elle ne dépassait que de 0,8% son niveau de mai 1998. Le franc s'est raffermi de 0,4% par rapport au mark allemand, mais a fléchi de 8,6%, en termes réels toujours, vis-à-vis du dollar des Etats-Unis.

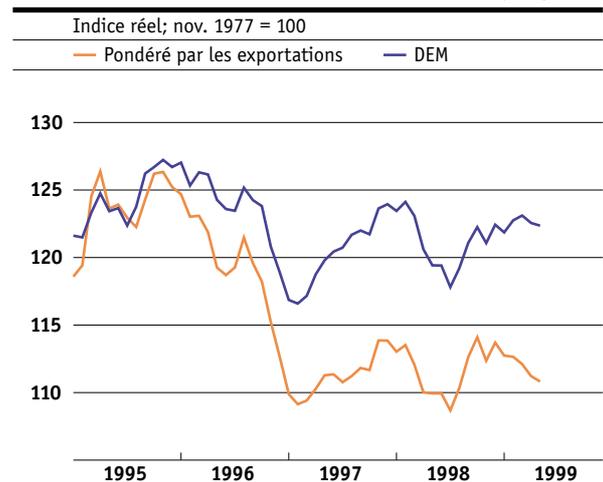
Cours de change Graphique 12



Cours de change Graphique 13



Evolution du cours du franc Graphique 14



Source pour graphiques 12 à 14:
BNS

3 Demande globale et production

3.1 Produit intérieur brut et production industrielle

Nouveau ralentissement de la croissance

En Suisse, le tassement conjoncturel a continué au premier trimestre de 1999. Les indicateurs avancés laissent toutefois présager une reprise conjoncturelle vers la fin de l'année. Le produit intérieur brut réel n'a augmenté que légèrement d'un trimestre à l'autre. Il dépassait encore de 0,7% son niveau de la période correspondante de 1998 (quatrième trimestre: 1,2%). La demande intérieure, notamment la consommation privée, est restée le principal soutien de la conjoncture. Elle n'a cependant pas marqué un dynamisme accru par rapport au trimestre précédent. Cela devrait s'expliquer en partie par les mauvaises conditions climatiques qui ont surtout affecté la construction et le tourisme. Les exportations se sont stabilisées après avoir reculé au dernier trimestre de 1998. Elles étaient à peine supérieures (0,9%) à leur niveau enregistré un an auparavant. La vive demande de biens de consommation et d'équipement s'est traduite par une nouvelle augmentation des importations.

Nouvelle baisse du taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie

Au premier trimestre, la production industrielle a de nouveau faibli en l'espace d'un an, selon l'enquête mensuelle que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a menée dans l'industrie. Toutefois, le repli a sans doute marqué un ralentissement d'un trimestre à l'autre. Les capacités techniques, qui avaient été jugées le plus souvent trop élevées au cours de 1998, n'ont guère été étendues. Leur taux d'utilisation a cependant continué à diminuer, passant de 83,8% à 82,8%. En un an, le recul a été de trois points.

Signes d'une stabilisation de la conjoncture

Des indicateurs importants font apparaître une stabilisation, mais aussi une reprise graduelle, de la conjoncture dans l'industrie. L'indicateur de la marche des affaires dans l'industrie – il est établi mensuellement par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – s'est stabilisé au premier trimestre, alors qu'il s'était dégradé nettement au second semestre de 1998. Dans les branches de l'industrie fortement axées sur les exportations, il s'est de

nouveau orienté quelque peu à la hausse. Les entrées de commandes de l'ensemble de l'industrie sont restées inchangées au premier trimestre; de mai 1998 à janvier 1999, elles avaient diminué légèrement de mois en mois.

Les appréciations sur l'évolution des affaires sont devenues sensiblement plus positives. Pour le proche avenir, les entrepreneurs s'attendent à un raffermissement de la demande et paraissent plus confiants en ce qui concerne l'évolution à plus long terme de l'activité. Le revirement est particulièrement net dans l'industrie d'exportation qui, pour les trois prochains mois, escompte notablement plus de commandes. Au contraire, l'industrie axée sur le marché intérieur estime que ses affaires évolueront à un rythme plus retenu qu'il y a un an. L'ensemble de l'industrie prévoit un léger accroissement de la production dans les mois à venir. Ayant déjà réduit continuellement ses plans d'achats de produits en amont au cours de 1998, elle n'a pas l'intention de les réduire davantage. Les stocks de produits finis sont toujours considérés comme trop élevés, bien qu'ils n'aient plus progressé au premier trimestre.

Les prévisions de printemps

Le baromètre conjoncturel, établi mensuellement par le Centre de recherches conjoncturelles, montre que le tassement de la croissance sera surmonté vers la fin de l'année. Dans l'ensemble, l'expansion de l'économie s'inscrira à un niveau inférieur à celle de 1998 (2,1%). La Banque nationale table sur un taux d'environ 1,5%. Les instituts de recherches conjoncturelles s'attendent à une croissance du produit intérieur brut réel de 1,3%¹, alors qu'ils avaient prévu 1,5% en automne de 1998. Si la progression attendue des exportations a été nettement révisée à la baisse, soit 2,4%, contre 4%, dans le même laps de temps, celle de la consommation privée a été maintenue presque inchangée, à savoir 1,7% en moyenne, contre 1,6%, et celle des investissements a été légèrement adaptée, passant de 3,3% à 2,7%.

1 Il s'agit d'une moyenne des prévisions faites au printemps par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le BAK, le Créa, l'UBS et la Commission pour les questions conjoncturelles.

Produit intérieur brut

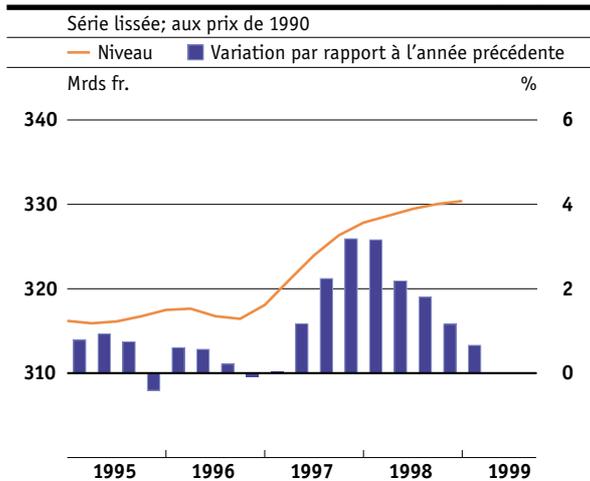
Tableau 5

Aux prix de 1990; contributions en points
à la croissance annuelle du PIB

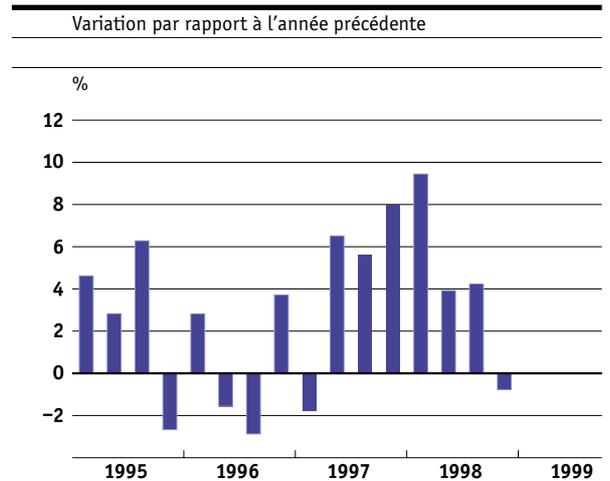
	1997	1998	1998				1999
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Consommation privée	0,8	1,1	1,0	0,8	1,2	1,2	1,3
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1
Formation de capital fixe	0,4	1,0	1,3	0,8	0,6	1,1	0,6
Constructions	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	-0,1	-0,2
Biens d'équipement	0,6	0,9	1,1	0,8	0,4	1,2	0,8
Demande intérieure finale	1,2	2,1	2,3	1,7	2,0	2,5	2,1
Stocks	0,1	1,9	3,5	2,0	0,3	1,8	-0,7
Exportations, total	3,5	1,7	3,6	2,0	1,8	-0,4	0,4
Demande globale	4,9	5,7	9,5	5,7	4,1	3,9	1,8
Importations, total	-3,2	-3,7	-6,3	-3,5	-2,3	-2,8	-1,1
PIB	1,7	2,1	3,2	2,2	1,8	1,2	0,7

Sources: OFS et OFDE

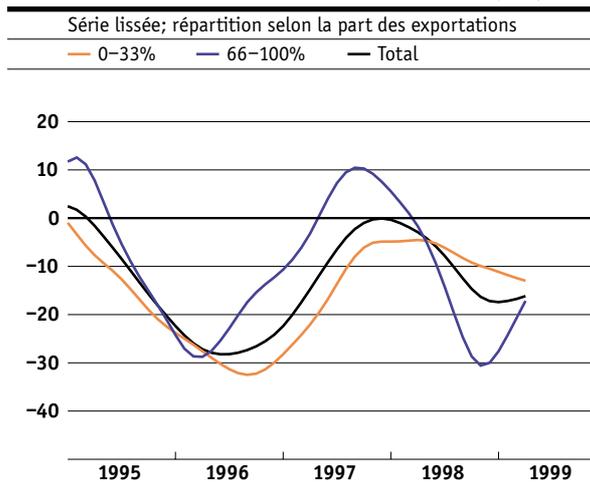
Produit intérieur brut Graphique 15



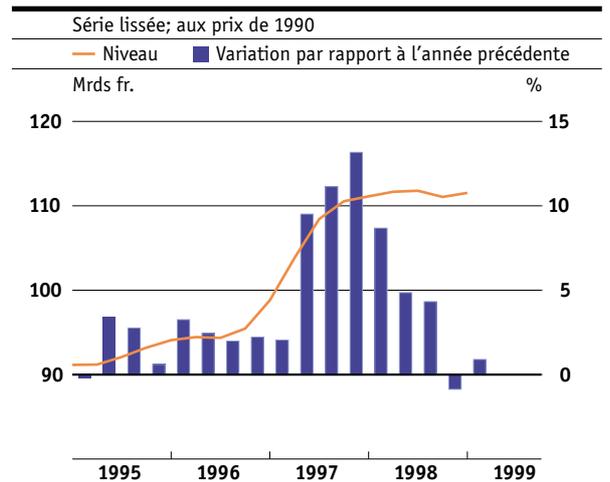
Production industrielle Graphique 17



Marché des affaires dans l'industrie Graphique 16



Exportations Graphique 18



Graphiques 15 et 18: Estimations trimestrielles, annualisées.
Source: OFDE

Graphique 16: Il s'agit d'un indicateur composite qui tient compte des quatre éléments suivants: entrées de commandes et production, par rapport au mois correspondant de l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis.

Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ
Source pour graphique 17: OFS

3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes

Nouveau repli léger des exportations

Les exportations de marchandises ont diminué du quatrième trimestre de 1998 au premier trimestre de 1999 en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables¹; il s'agit là du deuxième recul successif d'un trimestre à l'autre. Elles étaient ainsi inférieures de 1,5% à leur niveau de la période correspondante de 1998 (quatrième trimestre: -3,3%). Cet affaiblissement persistant reflète le ralentissement du commerce mondial et en particulier le refroidissement conjoncturel observé chez nos principaux partenaires commerciaux européens. Une note optimiste réside toutefois dans le fait que le repli des exportations a faibli et que les perspectives de l'industrie à vocation exportatrice sont de nouveau mieux orientées.

Comme au quatrième trimestre de 1998, les livraisons de matières premières et de produits semi-finis à l'étranger ont marqué un recul (-5%). En revanche, une légère amélioration a été enregistrée du côté des exportations de biens de consommation et d'investissement. Celles-ci n'ont plus diminué en comparaison annuelle, après avoir régressé de respectivement 4% et 1,6% au quatrième trimestre. De grands écarts ont subsisté au sein de ces catégories. Ainsi, les livraisons de machines textiles ont fléchi de 32%, alors que les exportations d'autres machines et celles d'instruments de précision ont progressé par rapport au premier trimestre de 1998. Dans le domaine des biens de consommation, les livraisons de montres et de bijoux à l'étranger se sont encore

repliées fortement, mais cette évolution a été compensée par les exportations accrues de produits pharmaceutiques.

Stagnation des exportations vers les pays de l'UE

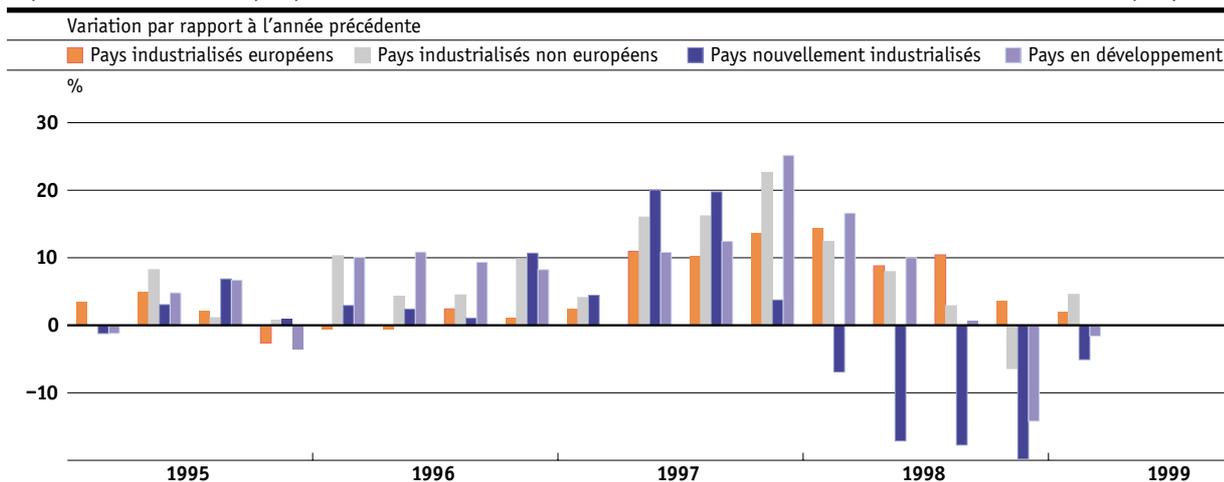
Les exportations à destination de l'UE ont stagné en valeur; elles avaient augmenté de près de 2% au quatrième trimestre de 1998. Les livraisons vers l'Allemagne et l'Italie, qui ont continué à reculer (-0,2% et -3,8%), ont joué un rôle à cet égard. En revanche, les ventes à la France ont progressé vigoureusement, et celles au Royaume-Uni ont enregistré une légère reprise.

Hausse des exportations à destination des Etats-Unis – Ralentissement du repli des ventes à l'Asie

Les exportations vers les Etats-Unis ont également marqué une augmentation au premier trimestre (5,2%), après avoir perdu beaucoup de leur dynamisme au cours de 1998; de fin 1997 à fin 1998, elles avaient reculé de près de 7%. En ce qui concerne les livraisons à destination de l'Asie, une stabilisation s'est dessinée graduellement. Les exportations vers le Japon, qui avaient diminué de 4,1% en 1998, ont augmenté de 0,9%. Par contre, les exportations vers les pays nouvellement industrialisés d'Asie ont continué à régresser, mais le recul a passé de 30% au quatrième trimestre de 1998 à 6,2% au premier trimestre de 1999. Les ventes à Singapour ont enregistré une progression pour la première fois depuis fin 1997.

Exportations, ventilées par partenaires commerciaux

Graphique 19



Sans les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (total 1).
Source: Direction générale des douanes fédérales

1 Le premier trimestre de 1999 ayant compté un jour ouvrable de plus que le trimestre correspondant de 1998, les taux de croissance du commerce extérieur se sont inscrits environ 1,5 point au-dessous des taux officiels non

adaptés. Par la suite, il s'agira toujours de données corrigées des jours ouvrables. Les tableaux 6 et 7 ainsi que le graphique 19 comprennent les données officielles.

Exportations, selon l'utilisation des marchandises en termes réels¹
Variation en % par rapport à l'année précédente²

Tableau 6

	1997 ³	1998	1998				1999
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Total	7,7	4,7	10,7	4,7	4,8	-1,2	0,1
Matières premières et produits semi-finis	10,2	4,6	13,3	4,6	-0,1	-0,9	-3,4
Biens d'équipement	7,8	6,3	13,7	7,3	6,1	-2,5	1,5
Biens de consommation	5,1	3,3	5,7	2,3	7,5	-1,1	1,6
Valeurs moyennes à l'exportation	3,7	-0,9	-0,1	0,1	-1,3	-1,7	0,2

Importations, selon l'utilisation des marchandises en termes réels¹
Variation en % par rapport à l'année précédente²

Tableau 7

	1997 ³	1998	1998				1999
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Total	6,4	8,1	9,7	6,7	6,1	7,4	6,7
Matières premières et produits semi-finis	9,6	5,0	14,3	3,2	5,2	-1,9	-1,9
Biens d'équipement	5,6	12,2	15,0	7,6	6,1	17,0	15,3
Biens de consommation	2,3	9,7	9,1	9,4	7,6	7,9	8,6
Valeurs moyennes à l'importation	5,4	-4,1	-3,9	-3,0	-3,7	-3,4	-3,2

Balance des transactions courantes soldes en milliards de francs

Tableau 8

	1997 ³	1998 ⁴	1998 ⁴				1999 ⁴
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Biens	-0,5	-2,7	-1,0	-0,8	0,0	-0,9	-0,6
Commerce spécial	0,3	-1,8	-0,7	-0,6	0,2	-0,7	-0,3
Services	18,8	18,7	5,3	4,4	4,6	4,3	6,2
Tourisme	1,5	1,5	1,2	0,0	0,3	0,0	1,2
Revenus du travail et des capitaux	19,7	19,9	4,7	5,0	5,5	4,6	4,7
Revenus des capitaux	26,2	26,3	6,3	6,6	7,2	6,2	6,3
Transferts courants	-4,9	-4,8	-1,3	-1,2	-1,2	-1,1	-1,3
Total de la balance	33,1	31,2	7,8	7,4	9,0	6,9	9,0

1 Sans les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (total 1)

2 Données non corrigées des jours ouvrables

3 Chiffres révisés

4 Estimations
Sources: Direction générale des douanes fédérales (tableaux 6 et 7) et BNS (tableau 8)

Affaiblissement de la croissance des importations

Du quatrième trimestre au premier trimestre, les importations de marchandises ont continué à croître en volume ainsi qu'en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables. En comparaison annuelle, elles ont augmenté de 5%, contre 5,9% au quatrième trimestre. Mais, abstraction faite des achats exceptionnels d'avions à l'étranger, elles n'ont progressé que de 3% environ.

Les importations de matières premières et de produits semi-finis ont reculé une nouvelle fois (-3,6%) par rapport à celles du premier trimestre de 1998. Cette évolution est due à la réduction de la production industrielle et des stocks. Par contre, les importations de biens d'équipement ont augmenté de 13,6% ou de 6% sans les avions (quatrième trimestre: 8%). La vive demande de consommation s'est reflétée de nouveau dans la croissance des importations de biens de consommation. Alors que les importations de voitures particulières ont perdu de leur dynamisme, celles d'habillement, d'équipements ménagers et de produits pharmaceutiques ont marqué une hausse.

Stagnation des prix à l'exportation

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'exportation n'ont pas poursuivi leur mouvement de repli en comparaison annuelle; au quatrième trimestre, ils avaient baissé de 1,7%. En revanche, les prix à l'importation ont diminué une nouvelle fois (-3,2%), du fait du repli des prix des produits énergétiques (-28,7%).

Excédent accru de la balance des transactions courantes

Au premier trimestre, les importations de marchandises ont diminué de 0,8% en valeur, alors que les exportations ont progressé de 0,6% par rapport à la période correspondante de 1998. Le déficit de la balance commerciale s'est inscrit à 0,3 milliard de francs, soit à un niveau inférieur de 0,4 milliard à celui des trois premiers mois de 1998. L'excédent de la balance des services a augmenté de 0,8 milliard pour atteindre 6,2 milliards de francs. La progression des commissions bancaires a contribué à cette évolution. En outre, le solde actif des revenus de facteurs était de 4,7 milliards de francs, un montant semblable à celui du premier trimestre de 1998. Les revenus nets tirés des placements de portefeuille et des investissements directs se sont accrus, mais les produits des opérations sur différence d'intérêts des banques

ont reculé. Au total, l'excédent de la balance des transactions courantes a augmenté de 1,2 milliard pour atteindre 9 milliards de francs, ce qui correspond à 9,6% du produit intérieur brut.

3.3 Investissements

Au premier trimestre de 1999, les investissements ont continué à progresser dans l'ensemble. Par rapport à la période correspondante de 1998, ils ont augmenté de 2,9%. Alors que les investissements en biens d'équipement ont de nouveau évolué avec dynamisme, les investissements en constructions ont poursuivi leur repli, diminuant de 2,3% en un an.

Construction en recul

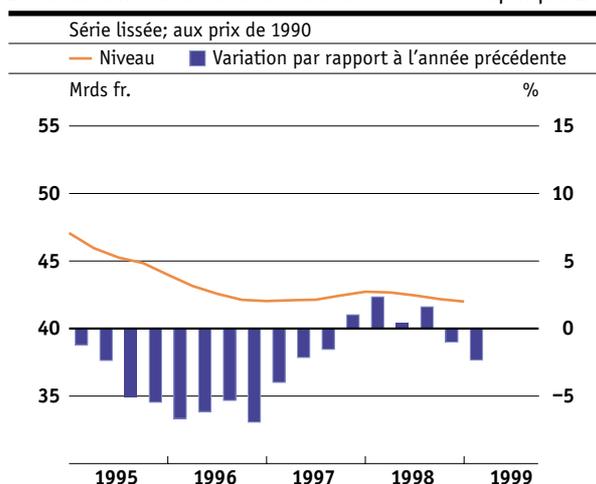
La nouvelle baisse des investissements en constructions est due en grande partie aux mauvaises conditions climatiques. Les livraisons de ciment, qui ont fléchi de 10%, en ont elles aussi subi les effets. Selon les chiffres de la Société suisse des entrepreneurs, l'activité dans la construction a été, au premier trimestre, inférieure de 6,1% à celle de la période correspondante de 1998. Comme de nombreuses commandes n'ont pu être exécutées, la réserve de travail s'est accrue en conséquence. Pour le deuxième trimestre, les projets de construction ont donc marqué une progression de 6,7% et, partant, devraient compenser ceux qui, au premier trimestre, ont été reportés. Les perspectives se sont améliorées dans la construction. D'après l'enquête trimestrielle que le Centre de recherches conjoncturelles mène dans la construction, les entrepreneurs s'attendent à une légère augmentation des entrées de commandes pour ces prochains mois. Les perspectives sont plus favorables dans le génie civil que dans le bâtiment.

L'évolution attendue des prix reflète également une amélioration graduelle de la situation. En effet, une faible hausse des prix est escomptée dans le bâtiment, et un net ralentissement de la baisse des prix, dans le génie civil.

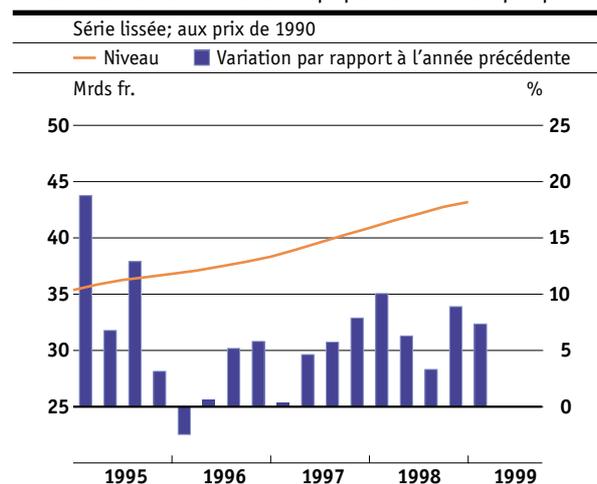
L'indice calculé par le bureau de planification Wüest & Partner montre une stabilisation des prix dans l'immobilier. Pour les appartements en propriété par étage, les maisons familiales et les surfaces de bureau, les prix ont augmenté légèrement au premier trimestre. En revanche, les loyers des habitations se sont encore repliés.

Dans la construction, les perspectives peuvent être considérées comme modérément optimistes. A court terme, on ne peut toutefois tabler sur une nette reprise. En particulier dans la construction de logements, il subsiste de sensibles surcapacités. Dans la construction d'immeubles industriels et artisanaux, les surcapacités encore disponibles ont été sans doute réduites en grande partie. A moyen terme, de fortes impulsions vont surtout émaner des projets d'infrastructure prévus par le secteur public.

Investissements en constructions Graphique 20



Investissements en biens d'équipement Graphique 21



Graphiques 20, 21 et 22: Estimations trimestrielles, annualisées.
Source: OFDE

4 Marché du travail

4.1 Emploi

Légère hausse de l'emploi

Au premier trimestre de 1999, l'emploi a progressé de 0,4%, soit à un rythme légèrement plus soutenu qu'aux troisième et quatrième trimestre. En comparaison annuelle, il a augmenté de 1,1%, contre 1,2% au dernier trimestre de 1998. Le nombre des personnes travaillant selon un horaire compris entre 50% et 90% a affiché la hausse la plus forte (1,8%). Celui des personnes occupées à moins de 50% s'est accru de 1%, alors que celui des personnes employées à plein temps a reculé.

Les principales impulsions sur le front de l'emploi sont venues des services. En douze mois, l'emploi a augmenté de 1,6% dans ce secteur, tandis qu'il a stagné dans l'industrie. Il a repris dans la construction, ce qui a permis de compenser une partie des suppressions d'emplois du quatrième trimestre, mais est resté à peine supérieur à son niveau du trimestre correspondant de l'année précédente.

Perspectives d'emploi

Selon les résultats de l'enquête trimestrielle que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ mène dans l'industrie, les effectifs du personnel sont jugés toujours trop importants. Ce constat émane surtout des grandes entreprises fortement axées sur les exportations. Seules les petites entreprises estiment que leurs effectifs sont adéquats. D'après

l'enquête de l'Office fédéral de la statistique, les perspectives d'emploi se sont de nouveau détériorées dans l'industrie manufacturière. Elles sont restées inchangées dans les services et se sont un peu améliorées dans la construction.

Le ralentissement de la conjoncture s'est également reflété dans la demande de main-d'œuvre. Jusqu'en avril, l'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi, n'a augmenté que faiblement. S'inscrivant à 14 500 en avril, le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail s'est même légèrement replié en données corrigées des variations saisonnières. La demande de main-d'œuvre non qualifiée est restée faible. Selon l'enquête de l'Office fédéral du développement économique et de l'emploi, la demande accrue de travailleurs, observée depuis le premier trimestre de 1997, a profité principalement à la main-d'œuvre qualifiée.

4.2 Chômage

Moins de demandeurs d'emploi et de chômeurs

De décembre à avril, l'effectif des demandeurs d'emploi a fléchi de 17 300 pour s'établir à 180 800 (en données corrigées des variations saisonnières). La part des demandeurs d'emploi à la population active occupée a passé de 5,5% à 5%.

Marché du travail données brutes

Tableau 9

	1997	1998	1998				1999		
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	Avril	Mai
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	-1,6	1,2	0,8	1,6	1,4	1,2	1,1	-	-
Personnes occupées à plein temps ¹	-1,8	0,8	0,3	0,8	1,0	0,9	0,4	-	-
Taux de chômage ^{2,3}	5,2	3,9	4,8	3,9	3,4	3,3	3,3	2,9	2,7
Chômeurs ³	188,3	139,7	174,9	142,3	121,9	119,5	120,7	105,9	98,6
Demandeurs d'emploi ³	244,7	217,3	244,0	221,7	203,8	200,5	197,9	183,0	175,1
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	6,6	3,1	5,6	2,8	1,2	2,7	5,2	4,5	-
Places vacantes annoncées ³	9,4	13,3	12,1	15,0	14,0	12,2	14,7	16,2	16,4

1 Variation en % par

rapport à l'année précédente

2 Chômeurs enregistrés, en % de la population active selon le recensement de 1990 (3 621 716 personnes actives)

3 En milliers; en regard des

années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles.

Sources: OFDE et OFS

Le nombre des chômeurs inscrits a chuté de 116 800 à 103 300 (en données corrigées des variations saisonnières). Le taux de chômage a donc diminué de 0,3 point pour s'établir à 2,9%. Le nombre des personnes sans emploi depuis plus d'un an a une nouvelle fois régressé de manière particulièrement forte. Cette évolution s'explique en partie par l'amélioration de la conjoncture, qui avait entraîné en 1997 une nette diminution des chômeurs inscrits auprès des offices du travail. Mais elle est aussi due à l'accroissement du nombre des chômeurs en fin de droits. Le nombre des personnes sans emploi depuis sept à douze mois a également sensiblement fléchi, après avoir stagné au trimestre précédent. L'effectif des chômeurs nouvellement inscrits n'a que peu reculé.

Le chômage s'est replié dans toutes les branches de l'industrie et des services. Dans la construction, il a poursuivi sa décline en mars et avril, après un temps d'arrêt, entre septembre et février, dû notamment aux mauvaises conditions climatiques.

Le chômage a marqué un recul dans les trois régions linguistiques du pays, la baisse étant particulièrement forte au Tessin. Le taux de chômage s'inscrivait à 2,3% en Suisse alémanique, à 4,1% en Suisse romande et à 4,5% au Tessin.

Effectif accru des chômeurs en fin de droits

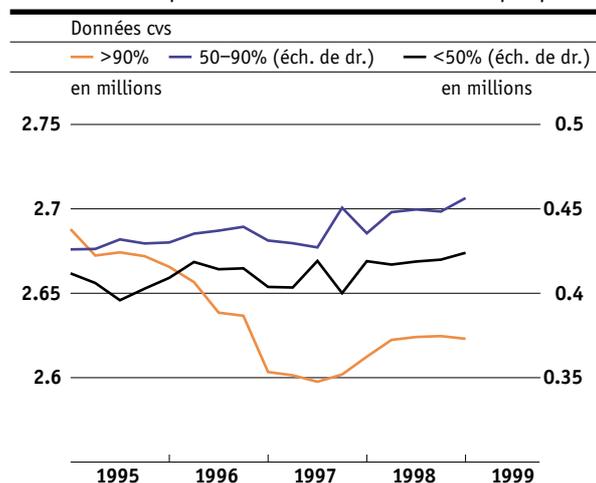
Le nombre élevé des chômeurs en fin de droits amplifie actuellement la diminution des demandeurs d'emploi et des chômeurs inscrits. En janvier et février, 7 100 chômeurs ont vu s'éteindre leurs droits aux prestations. Sur ce nombre, 2 400 ne se sont plus fait inscrire comme chômeurs, bien qu'ils n'aient pas trouvé de nouvel emploi. Cette évolution devrait se maintenir au cours des mois suivants. Elle montre que le chômage, certes en recul, se situait encore à un niveau élevé en 1997¹.

Chômage partiel inchangé

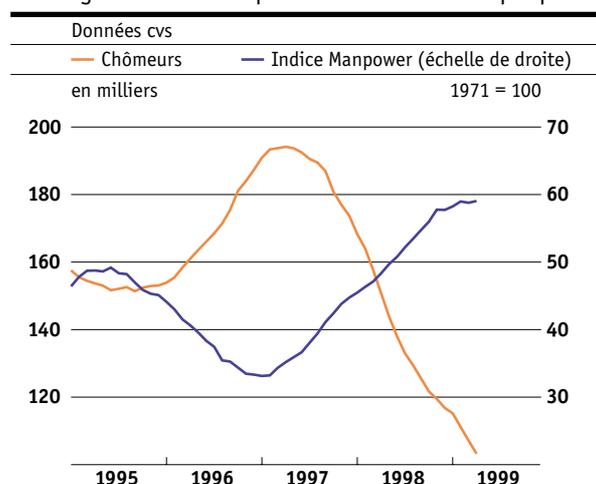
De décembre à mars, le nombre des personnes occupées selon un horaire de travail réduit a fléchi de 700 pour s'établir à 1 900 (en données corrigées des variations saisonnières). Il s'élevait ainsi à peu près au même niveau qu'il y a un an. Le nombre des heures perdues à la suite d'une réduction de l'horaire de travail s'est également stabilisé. Il était de 45 000 dans la construction, soit deux fois plus environ que dans l'industrie des machines, la deuxième branche la plus touchée.

1 Compte tenu d'une période légale de 500 jours ouvrés au maximum, donnant droit à une allocation, l'évolution du nombre des chômeurs en fin de droits suit avec un retard de deux ans celle des chômeurs inscrits.

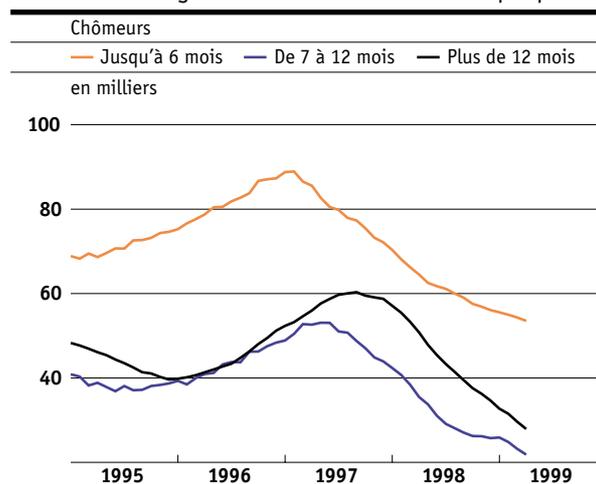
Personnes occupées Graphique 23



Chômage et offres d'emploi Graphique 24



Durée du chômage Graphique 25



Source pour graphiques 23 à 25: OFS

5 Prix

5.1 Prix à la consommation

Hausse de l'indice des prix à la consommation au premier trimestre

Au premier trimestre de 1999, les prix à la consommation se sont inscrits en moyenne 0,3% au-dessus de leur niveau de la période correspondante de l'année précédente; au quatrième trimestre, ils avaient légèrement diminué. Le relèvement de la TVA, qui a passé de 6,5% à 7,5% (taux de référence) à compter du 1^{er} janvier, s'est répercuté, jusqu'à présent, moins fortement que prévu sur les prix. A fin 1998, l'Office fédéral de la statistique (OFS) avait estimé à 0,4% le renchérissement potentiel de fin décembre 1998 à fin mars 1999, dû au relèvement de la TVA. D'après l'OFS, la hausse n'a effectivement atteint que 0,2% environ.

Du fait, notamment, de l'adaptation de la TVA, les prix des services ont augmenté de 0,8% (quatrième trimestre: 0,5%). Les services privés ont renchéri de 0,9%, et les services publics, de 0,7%. L'enquête de février a montré que, pour la première fois depuis fin 1997, les loyers ont haussé de 0,3% en comparaison annuelle. L'augmentation des prix s'est accélérée dans les transports et les services postaux, mais surtout dans la restauration et le tourisme. En revanche, les prix des télécommunications ont fléchi moins fortement qu'en 1998. Les prix des marchandises sont restés inférieurs (-0,5%) à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Abstraction faite des produits pétroliers, ils ont toutefois légèrement renchéri en comparaison annuelle.

Le recul des prix des biens étrangers (marchandises et services), observé depuis le début de 1998,

est devenu moins marqué à la suite du redressement des prix du pétrole. En moyenne, les prix des biens étrangers ont encore baissé de 0,6%, après avoir déjà fléchi de 1,3% au trimestre précédent. En un an, les prix des biens suisses ont progressé de 0,6%, contre 0,3% au quatrième trimestre.

Accélération du renchérissement en avril et en mai

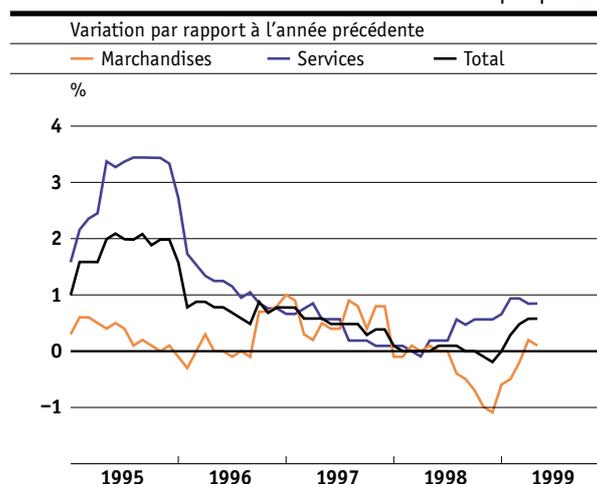
En avril et en mai, l'augmentation des prix à la consommation s'est accélérée. Cette évolution s'explique en partie par la hausse des prix du pétrole. Les loyers se sont eux aussi accrus plus fortement (0,6%) en un an. Le renchérissement annuel atteignait 0,6% en moyenne. Pour les services et les marchandises, il a dépassé le niveau du premier trimestre. Selon l'OFS, l'effet de la TVA a joué un rôle secondaire. Pour la première fois depuis fin 1997, les prix des biens étrangers sont repartis à la hausse en comparaison annuelle. En ce qui concerne les biens du pays, le renchérissement s'est élevé à 0,7% en moyenne.

5.2 Prix de l'offre totale

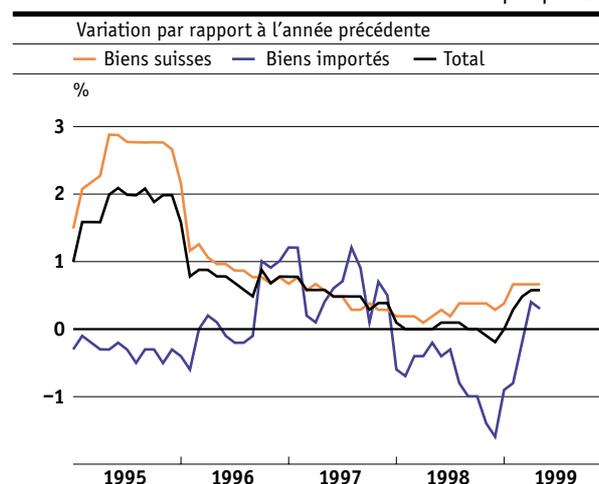
Nouvelle baisse des prix à la production et à l'importation

La baisse des prix à la production a reflété la faible marche des affaires dans l'industrie suisse. L'indice des prix à la production, calculé sur la base des prix départ-usine de biens produits en Suisse, s'est replié de 1,9%. Les prix des biens destinés au marché suisse ont diminué de 2,2%, soit de nouveau plus rapidement que ceux des biens exportés. L'indice des prix à l'importation, qui montre l'évolution des

Prix à la consommation Graphique 26



Prix à la consommation Graphique 27



Source pour graphiques 26 et 27: OFS

prix franco dédouanés frontière suisse d'une sélection de produits importés, a chuté de 5% en douze mois. Comme au trimestre précédent, les prix de l'offre globale (prix à la production et prix à l'importation) ont reculé de 2,9% en comparaison annuelle. Dans les différents groupes de biens, les tendances observées au trimestre précédent sont restées identiques. En un an, les prix des matières premières ont plongé de 14%, même si la situation s'est inversée pour les prix du pétrole vers la fin du trimestre. Ce recul s'est répercuté sur les prix de l'industrie manufacturière. En comparaison annuelle, il a été particulièrement marqué pour les produits métallurgiques, les articles de papier et les huiles minérales. Les prix des produits semi-finis ont fléchi nettement (-3,8%) comme au trimestre précédent, mais ceux des biens d'équipement et de consommation n'ont diminué que légèrement.

5.3 Perspectives en matière de renchérissement

Ralentissement de la baisse des prix à l'importation

En raison de la croissance toujours faible de l'économie mondiale, il ne faut s'attendre à aucun revirement de tendance au niveau des prix des matières premières; il semble toutefois que ceux-ci aient atteint le creux de la vague. En particulier, les cotations du pétrole devraient être plus élevées que celles de l'année dernière à la suite du resserrement de la production. Du côté des prix des produits industriels importés, aucune augmentation rapide n'est à

prévoir du fait des surcapacités dans le monde. L'étranger devrait donc avoir encore un effet modérateur sur les prix, mais dans une plus faible mesure qu'au cours des mois précédents.

Capacités encore non utilisées du côté de la production

En Suisse, la croissance de l'économie a faibli tout au long de 1998. A la fin de l'année, elle était légèrement inférieure à son potentiel. Pour 1999, les perspectives conjoncturelles sont moroses. Aussi la production devrait-elle encore rester en deçà de son potentiel. Selon les résultats de l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles, l'utilisation des capacités a continué à diminuer dans l'industrie. Les entrepreneurs escomptent des prix toujours orientés à la baisse pour les biens destinés au marché suisse, de sorte que les pressions inflationnistes devraient demeurer à peine perceptibles du côté de la production pour les mois à venir. Certes, les prévisions concernant les entrées de commandes et la production pour les prochains mois sont de nouveau plus optimistes; dans un proche avenir, cependant, il ne faut pas encore compter avec une hausse de l'utilisation des capacités. Aucune pression notable sur les prix ne devrait non plus émaner du marché de l'immobilier ces prochains mois.

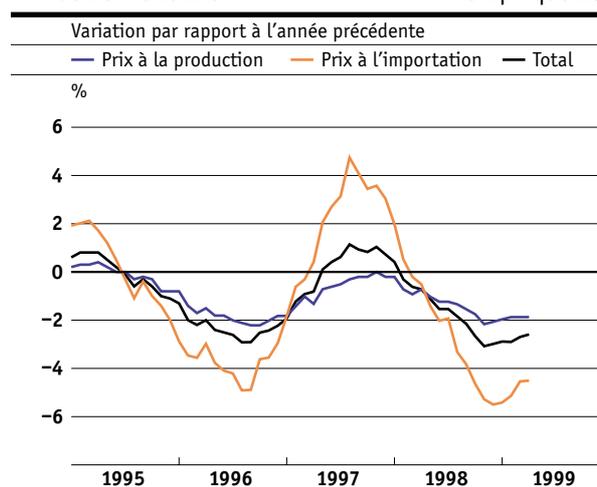
Pression accrue sur les prix dans les services privés notamment

En raison de la demande vigoureuse de consommation, les prix des services privés risquent d'augmenter dans une mesure supérieure à celle qui a découlé du relèvement de la TVA. Les mesures de déréglementation, telles la libéralisation du marché des télécommunications, la suppression de la garantie des prix dans l'agriculture et l'adaptation des prix des médicaments, continueront toutefois à exercer un effet modérateur sur les prix.

Renchérissement en 1999

Au printemps de 1999, la plupart des instituts de recherches conjoncturelles ont revu à la baisse leurs prévisions de renchérissement et de croissance. Ils tablent dorénavant sur un renchérissement annuel d'environ 0,6% en moyenne pour 1999¹. La Banque nationale s'attend à ce que les prix à la consommation enregistrent une légère hausse en 1999. Comme les prix ont augmenté de 0,3% au premier trimestre, soit moins que prévu, le renchérissement annuel moyen devrait se situer au-dessous du chiffre de 1% annoncé en décembre.

Prix de l'offre totale Graphique 28



Source pour graphique 28: OFS

¹ Il s'agit d'une moyenne des prévisions du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, du BAK, du Créa, de l'UBS, de l'OCDE et de la Commission pour les questions conjoncturelles.

Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse

Jakob Schönenberger, président du Conseil de banque

Berne, le 23 avril 1999

Introduction

Présidant aujourd'hui pour la dernière fois l'Assemblée générale, je voudrais vous présenter une rétrospective des six années que j'ai passées à la tête du Conseil de banque de la Banque nationale. Quels ont été les événements marquants de cette période pour l'économie mondiale en général et pour la Suisse en particulier? Quelles ont été les questions qui ont occupé la Banque nationale? A quels problèmes l'institut d'émission a-t-il été confronté? Enfin, quelles ont été les principales nouveautés?

1 L'année 1993

Remontons brièvement à l'année 1993. A maints égards, la conjoncture se présentait alors sous un jour sombre. Dans les Etats membres de l'OCDE, la croissance économique s'inscrivait à 1% environ, et les écarts conjoncturels se creusaient entre ces pays. En Europe occidentale, le chômage s'aggravait fortement. L'Allemagne comme le Japon étaient en récession. Seuls les Etats-Unis et le Royaume-Uni se trouvaient dans une phase de reprise. Le renchérissement, qui avait diminué déjà dans les années précédentes, poursuivait son mouvement de repli sur le plan mondial.

En 1993, le Système monétaire européen (SME) a subi sa crise la plus grave. Plusieurs monnaies participant au mécanisme de change du SME ont été tour à tour soumises à de fortes pressions. Il a fallu finalement élargir la marge de fluctuation autorisée. Les banques centrales de la plupart des pays industrialisés ont assoupli leur politique monétaire. Pendant cette année-là, la Banque nationale a réduit à cinq reprises son taux de l'escompte, le ramenant ainsi de 6% à 4%. La morosité de la conjoncture a ravivé les tendances protectionnistes dans plusieurs pays.

Le traité de Maastricht, qui a jeté les bases de la création de l'Union européenne (UE), est entré en vigueur en novembre 1993. Il a aussi renforcé sensiblement le rôle du Parlement européen.

Au second semestre de 1993, l'économie suisse a commencé à donner des signes d'amélioration. Sur l'ensemble de l'année toutefois, le produit intérieur brut réel a enregistré un recul de 0,5%. Le marché du travail est resté déprimé, et le taux de chômage atteignait 4,5%.

En Suisse, le secteur bancaire était déjà en pleine phase de mutations structurelles. Le nombre des établissements bancaires a continué à fléchir à

la suite de fusions et de reprises. Dans ce domaine, l'événement le plus important de l'année 1993 a été la reprise de la Banque Populaire Suisse (BPS) par le Credit Suisse Holding. En outre, plusieurs cantons ont décidé, comme le souhaitait la Banque nationale, de soumettre leurs banques cantonales à la surveillance de la Commission fédérale des banques.

2 Les années 1994 à 1997

2.1 L'économie mondiale

Les quatre années suivantes ont été marquées par une croissance généralement vigoureuse de l'économie mondiale, croissance qui s'est toutefois ralentie, dans maints pays, en 1995. Cette perte de dynamisme est imputable à la politique budgétaire restrictive que menaient alors de nombreuses nations industrialisées. En Allemagne, au Japon et en Suisse, pays dont les monnaies s'étaient fortement revalorisées, le commerce extérieur a lui aussi freiné la reprise économique.

Le produit intérieur brut réel des pays de l'OCDE a cependant augmenté de 2,8% en moyenne des années 1994 à 1997. Les fluctuations des taux de croissance ont été particulièrement fortes dans les pays anglo-saxons. Sur le continent européen, la conjoncture a suivi tant bien que mal les tendances observées aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Quant au Japon, il n'est pas parvenu à redresser durablement sa situation. Celle-ci a même empiré.

Le Sud-Est asiatique a bénéficié d'abord de taux de croissance très élevés, puis des signes de surchauffe sont apparus. En Amérique latine également, l'activité économique a marqué une accélération. Dans les pays de l'OCDE, le rétablissement de la stabilité des prix, l'assouplissement de la politique monétaire et, partant, le repli des taux d'intérêt ont contribué à la reprise de la conjoncture.

En moyenne de la zone de l'OCDE, le taux de chômage a encore augmenté légèrement, du fait surtout de l'évolution en Europe continentale. Dans de nombreux pays, le renchérissement s'est replié, passant à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis le milieu des années soixante.

Dans plusieurs Etats d'Asie orientale, les déséquilibres structurels, signes avant-coureurs de la crise qui a entre-temps éclaté en Asie, se sont accentués au cours de l'année 1997. La hausse du dollar sur les marchés des changes a en outre aggravé la situation. La crise financière asiatique a également attiré l'attention sur les problèmes structurels des pays latino-américains.

2.2 La conjoncture en Suisse

En Suisse, l'amélioration dont la conjoncture a bénéficié à partir de 1993 s'est renforcée, puis un affaiblissement a été observé, chez nous également, dès l'automne de 1994 déjà. La croissance de notre produit intérieur brut réel est restée bien inférieure à la moyenne des pays de l'OCDE. L'écart est imputable principalement aux problèmes persistants du marché immobilier et de la construction, aux efforts d'économies des collectivités publiques, aux adaptations structurelles dans l'industrie et les services, mais aussi à la revalorisation que le franc a subie à la suite des turbulences monétaires.

En 1996, la conjoncture a continué à se détériorer en Suisse, alors que l'économie mondiale redémarrait déjà. Notre produit intérieur brut a ainsi reculé. Cette récession a découlé de facteurs aussi bien conjoncturels que structurels.

Pour l'économie suisse, l'horizon n'a commencé à s'éclaircir nettement qu'en 1997. Le redémarrage a reposé avant tout sur les exportations, qui ont fortement progressé grâce à l'accélération de la croissance économique à l'étranger et à l'affaiblissement du franc en 1996. En outre, la consommation privée a retrouvé une certaine vigueur au cours de l'année, et les investissements en biens d'équipement ont enregistré une nouvelle expansion. Par contre, les investissements en constructions et la consommation publique ont une fois encore diminué.

Au début de la période couvrant les années 1994 à 1997, les taux d'intérêt à long terme ont nettement augmenté dans le sillage de la hausse des rendements servis sur les marchés des capitaux à l'étranger. Par la suite, ils ont marqué une tendance à la baisse, tendance qui s'est prolongée jusqu'à fin 1997. Tenant compte de ce mouvement, la Banque nationale a ramené son taux de l'escompte de 4% à 1%, en six étapes. Durant toute cette période, le renchérissement est resté inférieur à 2%. Il est descendu, en 1997, à son niveau le plus bas depuis la fin des années cinquante, soit à 0,5%.

Dans un premier temps, la situation s'est stabilisée sur notre marché du travail. Après avoir atteint le niveau record de 5% en janvier 1994, le taux de chômage a diminué sans discontinuer jusqu'à fin 1995, puis est remonté pour s'établir, en 1997, sensiblement au-dessus de 5%. Les programmes cantonaux d'occupation et la reprise de la conjoncture ont toutefois entraîné, dès 1997, une diminution du nombre des chômeurs recensés dans la statistique.

2.3 Les événements marquants sur les plans économique et financier

Quels sont les événements qui ont particulièrement marqué l'économie et les marchés financiers? Permettez-moi d'en rappeler quelques-uns.

Le traité sur l'Espace économique européen (EEE) est entré en vigueur le 1^{er} janvier 1994. Il a été établi entre les douze Etats de la Communauté européenne (CE) et cinq Etats de l'Association européenne de libre-échange (AELE) une situation semblable à celle d'un marché intérieur en matière de circulation des marchandises, des services, des capitaux et des personnes. N'ayant pas adhéré à l'EEE, la Suisse a cherché par des négociations bilatérales à créer un cadre approprié pour ses échanges avec l'UE.

Au début de 1994 également, la deuxième étape de l'Union économique et monétaire a commencé, étape au cours de laquelle l'Institut monétaire européen (IME) est entré en fonction. Les tâches principales de l'IME consistaient à mettre sur pied les fondements de la politique monétaire commune de la Banque centrale européenne (BCE), à renforcer la coopération entre les banques centrales nationales, à contrôler le fonctionnement du Système monétaire européen et à rendre les systèmes de paiements transfrontaliers plus performants.

Alors que le calme régnait généralement au sein du mécanisme de change du SME, le dollar a retenu l'attention, en 1994, étant donné qu'il a fortement faibli sur les marchés des changes. Entre janvier et décembre, il a perdu près de 10% face au franc suisse.

Le 1^{er} janvier 1995, l'Autriche, la Finlande et la Suède, soit trois Etats membres de l'AELE, ont adhéré à l'UE. Ainsi, la Norvège, l'Islande, le Liechtenstein et la Suisse sont restés membres de l'AELE.

Au début de 1995, une crise financière a éclaté au Mexique. La Banque nationale a participé elle aussi aux aides financières mises sur pied par le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Cette crise a ébranlé temporairement la confiance dans les marchés financiers, en rapide expansion, des économies émergentes et entraîné une chute du dollar. Pour soutenir la monnaie américaine, les banques centrales des principaux pays industrialisés ont effectué à plusieurs reprises des interventions concertées sur les marchés des changes. Entre décembre 1994 et décembre 1995, le dollar a toutefois cédé plus de 14% face au franc suisse. En outre, des tensions sont apparues plus d'une fois dans le mécanisme de change du SME.

Au sein de l'UE, les travaux en vue de l'introduction de la monnaie unique européenne ont continué. La stratégie de la BCE en matière de politique monétaire a été définie. Elle repose sur la combinaison d'un objectif d'inflation et d'un objectif en termes d'agrégat monétaire. Pour la BCE, la stabilité des prix règne quand l'indice des prix à la consommation n'augmente pas de plus de 2% par an. La BCE fixe en outre une valeur de référence pour la croissance de l'agrégat monétaire M_3 . Pour la mise en œuvre de sa politique monétaire, elle recourt avant tout à des opérations d'open market, essentiellement à des pensions de titres à court terme.

Je ne saurais omettre de mentionner l'évolution des marchés des actions. Dans la plupart des pays, les cours des actions ont augmenté pendant toute la période examinée, à l'exception de l'année 1994. La baisse des taux d'intérêt à partir de 1995 a influé favorablement sur les cours. Le Swiss Performance Index a enregistré plusieurs années d'affilée des taux de progression à deux chiffres. La crise asiatique a toutefois provoqué une chute mondiale des cours en 1997.

2.4 Les mutations structurelles en Suisse

Ces dernières années, le secteur bancaire suisse a été marqué par de fortes mutations structurelles. Les grandes banques, en particulier, ont annoncé des restructurations dans leurs opérations sur le marché suisse et la fermeture de nombreuses succursales. Il en a résulté une substantielle diminution des emplois dans ce secteur.

Le processus de concentration a continué avec le regroupement de plusieurs établissements bancaires. Je rappellerai à ce propos la reprise, en 1994, de la majorité des actions de la Banque Cantonale de Soleure par la Banque de Soleure, une filiale de l'ancienne Société de Banque Suisse. Pour la première fois, une banque cantonale a ainsi passé en mains privées. Le statut des banques cantonales, dans un environnement caractérisé par une concurrence accrue, a alors fait l'objet de vives discussions. Dans un rapport de 1995 sur la situation des banques cantonales au sein du secteur bancaire, la Commission des cartels a estimé que la garantie donnée par les cantons pour les engagements de leurs banques conduit à des distorsions injustifiées de la concurrence et, partant, devrait être supprimée ou au moins restreinte. Par la suite, d'autres banques cantonales ont été entièrement ou partiellement privatisées.

La Nouvelle Banque d'Argovie, qui était à l'époque la plus grande banque régionale de Suisse, a été reprise en novembre 1994 par le CS Holding. En outre, les banques régionales suisses ont fondé le RBA-Holding. Les deux tiers des établissements de cette catégorie y ont adhéré. Les autres se sont pour la plupart assurés la participation ou la coopération d'établissements d'une certaine importance. En outre, plusieurs banques ont opté pour un renforcement de leur collaboration avec des compagnies d'assurances sur la vie, et d'autres, pour une coopération avec des banques étrangères.

Les regroupements de grandes entreprises du secteur financier ont atteint leur apogée avec la fusion du Credit Suisse Group et de la Winterthur Société Suisse d'Assurances, puis celle, annoncée en 1997, de l'Union de Banques Suisses et de la Société de Banque Suisse. Cette dernière fusion a donné naissance à l'UBS, l'un des plus grands établissements financiers du monde.

Le processus de rationalisation a touché également le marché des actions, puisque la Bourse électronique suisse (BES) a commencé son activité à fin 1995 et que, peu après, le négoce à la criée a été abandonné au profit d'un système électronique.

2.5 Les événements dans l'environnement immédiat de la Banque nationale

Maints événements se sont également produits dans l'environnement immédiat de la Banque nationale. Le lancement d'une nouvelle série de billets de banque a commencé en octobre 1995 et s'est achevé l'année dernière avec la mise en circulation du billet de 100 francs. Ainsi, la Suisse dispose maintenant des billets de banque sans doute les plus modernes du monde sur le plan des éléments de sécurité.

Les discussions sur les relations financières de la Suisse pendant la Seconde Guerre mondiale ont revêtu une grande importance pour la Banque nationale et pour notre pays dans son ensemble. Elles ont porté sur le volume et le sort des valeurs patrimoniales qui ont été déposées en Suisse avant et pendant la Seconde Guerre mondiale par les victimes du régime national-socialiste, sur les opérations sur or passées par la Banque nationale pendant les années de guerre ainsi que sur la question des fonds nazis placés en Suisse. Ces discussions ont engendré de nombreuses réactions. Je vous rappelle notamment la mise sur

pied d'un Comité chargé d'éclaircir la question des avoirs dont les titulaires n'ont plus été en contact avec leur banque, mais aussi d'une Commission d'historiens chargée de recherches sur le sort des avoirs ayant abouti en Suisse à la suite de l'avènement du régime national-socialiste. De plus, un Fonds en faveur des victimes de l'Holocauste/Shoah dans le besoin a été créé, et la Banque nationale a participé à sa dotation.

Sur le plan international, la Banque nationale est restée sous les feux de l'actualité en raison de la plainte collective qui a été déposée contre elle, aux Etats-Unis, par des victimes de l'Holocauste. Après l'accord conclu entre les plaignants et les grandes banques, les discussions ont nettement perdu de leur intensité.

Dans le domaine législatif, les travaux concernant la révision de la constitution fédérale, y compris les dispositions régissant la monnaie et la banque d'émission, ont été menés bon train. A fin 1996, le Conseil fédéral a approuvé le projet remanié de nouvelle constitution et le message y afférent. Le dépôt de deux initiatives parlementaires a toutefois incité le Conseil fédéral à lancer également une révision séparée des articles sur la monnaie et sur la banque d'émission. Ainsi, les travaux se rapportant aux deux projets de réforme ont été conduits parallèlement.

Grâce à la révision partielle de 1997 de la loi sur la Banque nationale, l'échéance maximale de douze mois pour les placements facilement négociables à l'étranger a été supprimée. Depuis, la Banque nationale a la possibilité de placer ses devises à plus long terme et, partant, d'obtenir un meilleur rendement. Elle peut en outre recourir à des produits dérivés pour gérer les risques de marché sur les réserves de devises et passer des opérations de pension sur or en vue d'une gestion plus active de son encaisse-or. Ainsi, elle a été en mesure de dégager des revenus accrus.

Conclusion

Il est temps de clore cette rétrospective. J'ai choisi, vous l'avez sans doute constaté, de ne pas aborder les développements les plus récents, sachant que le président de la Direction générale les commentera dans son exposé.

Dans l'ensemble, les six dernières années ont constitué une période agitée et dominée par des thèmes tels que la mondialisation, l'interdépendance, la rationalisation, la bancassurance, le remplacement d'anciennes structures par de nouvelles, mais aussi la relecture du passé. De notre côté, nous avons pu contribuer directement à la résolution d'un grand nombre de problèmes, mais – et cela est inhérent à la nature des choses – beaucoup d'autres n'ont pas encore trouvé de solutions. Pour la Suisse comme pour la Banque nationale, la voie à emprunter n'est pas devenue plus simple dans le nouvel environnement européen. La politique de l'institut d'émission demeure assurément un important défi.

Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse

Hans Meyer, président de la Direction générale

Berne, le 23 avril 1999

L'an dernier, l'économie suisse a continué sur la voie de la reprise, malgré un environnement international difficile. Les conditions-cadres sur le plan monétaire, qui étaient favorables, ont contribué de manière déterminante à cette évolution réjouissante.

Après un aperçu de la conjoncture dans notre pays et de notre politique monétaire, je me pencherai sur les problèmes économiques et sociaux qui ont secoué plusieurs régions du monde et marqué profondément l'année 1998. Ensuite, je reviendrai sur deux thèmes que j'ai déjà commentés voici un an, à savoir la réforme des dispositions constitutionnelles sur la monnaie et la controverse au sujet de notre passé.

1 La situation économique en Suisse

Selon les estimations dont nous disposons, le produit intérieur brut réel de la Suisse a augmenté de plus de 2% en 1998. D'une année à l'autre, la croissance de notre économie s'est ainsi accélérée. Les crises auxquelles sont confrontées plusieurs régions du monde ont cependant eu de sensibles répercussions, en Suisse également. Les exportations, qui avaient enregistré une vive reprise en 1997, ont cessé de croître vers la fin de 1998. Ces effets négatifs ont été toutefois compensés par l'évolution favorable de la demande intérieure. Celle-ci a bénéficié d'impulsions décisives venant du bas niveau des taux d'intérêt, de la stabilité des prix et du retour à une progression du revenu des ménages.

La consommation privée a fourni un important soutien à la conjoncture. Grâce à l'amélioration de la situation sur le marché du travail, le climat de consommation a marqué un nouveau redressement. Les turbulences qui ont éclaté en été sur les marchés financiers n'ont guère terni ce regain de confiance. En outre, les investissements des entreprises sont restés remarquablement vigoureux. Dans ce domaine, les impulsions ont découlé avant tout du secteur des services, la dynamique dans le secteur industriel ayant faibli à la suite de perspectives moins favorables. Du côté de la construction, la tendance à la récession a pris fin, mais la reprise a été encore modeste. Dans la construction privée, la demande a légèrement augmenté. Par contre, le génie civil a subi un ralentissement, après avoir bénéficié en 1997 du programme de relance adopté par le Parlement. La demande intérieure plus vive a entraîné une forte expansion des importations, d'où un alourdissement du déficit du commerce extérieur. Une évolution similaire a été observée dans la plupart des autres pays

industrialisés. En revanche, de nombreux pays nouvellement industrialisés, dont les monnaies avaient perdu beaucoup de leur valeur, ont enregistré des excédents croissants de leur balance commerciale. Ces tendances divergentes reflètent les mécanismes d'ajustement en cours sur le plan international, mécanismes qui permettent aux pays nouvellement industrialisés de surmonter leur crise économique et de retrouver le chemin d'une croissance équilibrée. Dans les pays industrialisés, ils engendrent toutefois des pertes temporaires de croissance.

Dans le sillage de la reprise économique, le taux de chômage en Suisse a diminué, passant de 5% à fin 1997 à un peu plus de 3% aujourd'hui. Son repli, qui a surpris par son ampleur, s'explique en partie par des facteurs statistiques. Les chômeurs prenant part à un programme cantonal d'occupation ou ayant un gain intermédiaire n'entrent pas dans la statistique du chômage. En outre, les chômeurs en fin de droits – ils étaient 40 000 environ en 1998, soit près du double du chiffre de l'année précédente – sont eux aussi exclus de la statistique. Néanmoins, un tournant a été clairement observé sur le marché du travail. L'emploi a progressé pour la première fois durant cette décennie, et le nombre des places vacantes a augmenté. Cette évolution réjouissante atteste la flexibilité de notre marché du travail et de ses acteurs, du côté des salariés comme de celui des employeurs. Les mutations structurelles restent cependant perceptibles. Elles touchent avant tout la main-d'œuvre la moins qualifiée. Les politiques en matière de marché du travail et, surtout, de formation doivent en tenir compte.

2 La politique monétaire

Pour l'année 1998, nous avons annoncé la poursuite de notre politique monétaire tendanciellement ample. Nous envisageons d'adapter l'offre de monnaie à l'augmentation de la demande et, partant, de maintenir les taux d'intérêt sur le marché monétaire à un bas niveau.

En moyenne annuelle, la croissance économique a correspondu à nos attentes. Les risques conjoncturels se sont toutefois accrus au cours de l'année. Comme je l'ai déjà souligné, les répercussions de la crise asiatique sur les exportations sont devenues de plus en plus manifestes. En outre, le franc suisse a commencé à se revaloriser nettement, à partir du milieu de l'année, du fait des turbulences sur les marchés financiers. Entre juillet et octobre, le cours du

franc a augmenté de 5%, en termes réels et après pondération par les exportations. Pour que la reprise économique ne soit pas menacée, nous avons contrecarré cette tendance à la fermeté du franc en renforçant l'approvisionnement du marché en monnaie. Nous avons tenu compte également du fait que les banques, dans un environnement plus incertain, voulaient détenir, sous forme de monnaie centrale, une encaisse de précaution plus élevée. Au quatrième trimestre, la situation s'est sensiblement apaisée sur les marchés financiers, grâce notamment à la baisse des taux d'intérêt officiels aux Etats-Unis. Les pressions à la hausse sur le franc se sont alors elles aussi estompées.

En moyenne annuelle, les taux d'intérêt à court terme n'ont que faiblement diminué, contrairement aux taux à long terme qui se sont nettement repliés. Le rendement moyen des emprunts fédéraux a fléchi, passant à 2,8%, soit à un niveau qui n'avait plus été observé depuis la fin des années cinquante. Ce repli s'explique en grande partie par la préférence accrue des investisseurs pour les titres publics plus sûrs. Il a été également favorisé par les anticipations inflationnistes en baisse et par la poursuite des efforts pour assainir les finances fédérales. En dépit de la tendance à la revalorisation observée dans la seconde moitié de l'année, le cours du franc suisse n'a que peu augmenté d'une année à l'autre, en termes réels et après pondération par les exportations. Aussi les conditions-cadres sur le plan monétaire ont-elles été dans l'ensemble un peu plus favorables qu'en 1997.

Après avoir augmenté d'environ 0,5% en 1997, l'indice des prix à la consommation est demeuré stable en 1998. Les prix des produits pétroliers, en fort recul, ont beaucoup contribué à cette stabilité. La poursuite de la baisse des prix des télécommunications a elle aussi joué un rôle modérateur. Elle a compensé la légère hausse observée du côté des services du secteur privé. Le relèvement de la TVA, au début de 1999, a entraîné comme prévu une augmentation des prix à la consommation. Jusqu'ici, ces répercussions sont toutefois restées modérées.

Pour l'année en cours, nous avons prévu de maintenir notre politique monétaire tendanciellement ample. Nous tenons ainsi compte du ralentissement attendu de la conjoncture. Nous tablons sur une croissance réelle de 1,5%. Les capacités de production disponibles devraient être modérément sollicitées; il n'en résultera par conséquent aucune nouvelle pression à la hausse sur les prix. De même, l'évolution des indicateurs monétaires est conforme à l'orientation que nous entendons donner à notre

politique; la progression de M_3 en particulier ne devrait pas s'accélérer fortement. Récemment, nous avons laissé les taux d'intérêt marquer un repli sur le marché monétaire et, dans le sillage de la Banque centrale européenne, réduit notre taux de l'escompte d'un demi-point pour le ramener à 0,5%.

Le passage à l'euro, au début de 1999, s'est remarquablement bien déroulé. Depuis, la relation de change entre l'euro et le franc a fluctué à l'intérieur d'une marge étroite. Il y a de bonnes raisons de penser qu'elle continuera à évoluer ainsi pendant le reste de l'année. Cette confiance repose avant tout sur le fait que la Banque centrale européenne et la Banque nationale suisse mènent une politique monétaire similaire en ce qui concerne aussi bien les objectifs que les stratégies opérationnelles. Les deux instituts visent un degré élevé de stabilité du niveau des prix, dans l'intérêt d'une croissance économique équilibrée.

Pour l'Union européenne comme pour la Suisse, la réalisation de l'Union monétaire a fondamentalement modifié le paysage monétaire. Quand bien même l'euro a de grandes chances de devenir une monnaie stable, des surprises ne peuvent être exclues. Nous suivons donc attentivement les développements dans ce domaine et en tiendrons compte dans les examens de la situation auxquels nous procédons régulièrement.

3 L'évolution internationale

L'année 1998 a été elle aussi marquée par des crises économiques et sociales dans diverses régions du globe. Ces crises ont eu des répercussions notamment sur les marchés financiers. Parties de Thaïlande en 1997, on s'en souvient, elles ont ensuite gagné la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie, puis atteint, en 1998, avant tout la Russie et le Brésil.

Tant en Russie qu'au Brésil, les finances publiques ont été la cause principale des difficultés. Ces dernières années, la Russie n'est pas parvenue, dans son contexte social, à mettre de l'ordre dans les finances de l'Etat. Du fait d'un système fiscal complexe et mal appliqué, les recettes de l'Etat sont restées régulièrement en deçà des montants budgétés. Le dernier programme d'assainissement du Fonds monétaire international (FMI) n'a lui aussi apporté aucune amélioration. Mis sur pied l'été dernier, il a été financé en grande partie grâce à un recours aux accords généraux d'emprunt. La Suisse, en tant que membre du Groupe des Dix, y a contribué

à hauteur de 750 millions de francs. A la mi-août, le lien entre le rouble et le dollar a été assoupli, puis totalement supprimé. La monnaie russe a alors chuté, et le gouvernement a décrété un moratoire sur le remboursement des dettes du secteur privé russe envers les créanciers privés étrangers.

Au second semestre de 1998, la crise s'est aggravée au Brésil. Le substantiel excédent des dépenses publiques et le lourd déficit de la balance des transactions courantes ont amené de nombreux observateurs, dans le pays comme à l'étranger, à analyser d'un œil plus critique la situation du Brésil, d'où des pressions à la baisse sur la monnaie brésilienne.

Un paquet financier a été alors ficelé, sur le plan international, pour contribuer à assainir la situation et empêcher une chute du réal. La Suisse y a participé par des crédits accordés sur la base de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures internationales et des nouveaux accords d'emprunt du FMI. Cette aide n'a eu toutefois qu'un succès de courte durée. Au début de 1999, il a fallu laisser flotter le réal, ce qui a conduit à une forte dépréciation de la monnaie brésilienne.

Les pays d'Asie orientale, que j'ai déjà évoqués, ont eux aussi connu des temps difficiles. Ceux qui ont conclu un programme d'assainissement avec le FMI et qui ont commencé à le mettre en œuvre de manière systématique semblent toutefois avoir franchi le creux de la vague. Leurs monnaies ont regagné une grande partie du terrain qu'elles avaient cédé, et les marchés financiers se sont stabilisés. Les réformes progressent dans le secteur financier. Aussi les perspectives ne sont-elles pas défavorables aujourd'hui.

Une des questions soulevées par les crises de ces dernières années porte sur le fonctionnement du système monétaire et financier international. Des voix critiques se sont fait entendre au sujet notamment de l'ouverture trop rapide d'économies nationales, jusque-là protégées, aux mouvements internationaux de capitaux, du comportement des investisseurs internationaux face aux risques et des programmes, jugés inadaptés à la situation, qu'élabore le FMI.

Ces critiques ne sont pas dénuées de tout fondement. Ainsi, dans le cadre du FMI, nous avons mis en garde à plusieurs reprises contre les dangers d'une ouverture trop précipitée des marchés des capitaux. La libéralisation est fondamentalement souhaitable, mais elle ne peut réussir que si les conditions macro-économiques, en particulier pour ce qui a trait aux marchés financiers, présentent une certaine stabilité.

Les investisseurs internationaux sous-estiment fréquemment les risques découlant de leurs avoirs dans les pays nouvellement industrialisés. Souvent, ils négligent l'importance à accorder à un équilibre approprié entre les évolutions économique et sociale. De plus, ils ont tendance à se fier trop facilement aux garanties, officielles ou inofficielles, des pays débiteurs. A propos du FMI, ils pensent que ce dernier apportera son soutien dans tous les cas. Les expériences récentes amèneront à tirer les leçons qui s'imposent.

Quant aux critiques formulées à l'encontre de la politique du FMI, elles ne sont pas incompréhensibles, mais apparaissent souvent comme exagérées. Depuis sa fondation, voici un demi-siècle, cette institution est écartelée entre deux exigences, à savoir renforcer la responsabilité individuelle des Etats membres, d'une part, et mettre des crédits à disposition pour faciliter des processus d'ajustement, d'autre part. En outre, il convient de rappeler que le FMI n'est finalement pas en mesure de faire respecter ses recommandations et que ses ressources sont toujours trop faibles face aux besoins.

Des relations de change suffisamment stables sont essentielles à la collaboration économique internationale. On oublie parfois qu'il appartient avant tout à chaque pays de créer les conditions nécessaires en menant une politique économique solide à long terme. Les réglementations administratives n'offrent pas une solution de rechange. C'est pourquoi la proposition d'introduire des zones cibles pour les cours de change des principales monnaies laisse sceptique. Pour un Etat, la meilleure manière de servir la collaboration internationale consiste d'abord et surtout à mettre de l'ordre dans sa propre maison.

4 La réforme des dispositions constitutionnelles sur la monnaie

L'adaptation des dispositions constitutionnelles sur la monnaie aux exigences de notre temps est en bonne voie. Une étape importante a été franchie avec l'approbation par le peuple et les cantons de la mise à jour de la constitution fédérale. Celle-ci contient un article sur la monnaie qui reflète notre régime monétaire tel qu'il est appliqué dans la réalité. Le rattachement suranné du franc suisse à l'or a disparu de la constitution. Il reste encore à adopter une nouvelle base légale pour créer les conditions permettant

de modifier l'évaluation de l'or dans notre bilan et de mieux gérer notre encaisse-or.

La réforme séparée de l'article constitutionnel sur la monnaie, soumise au Parlement par le message du Conseil fédéral de mai 1998, a elle aussi bien avancé ces derniers mois. La précision que le Conseil fédéral a proposé d'apporter à la définition du mandat de la Banque nationale a donné lieu à discussion. Tant au Conseil national qu'au Conseil des Etats, une majorité a toutefois jugé équilibrée la version proposée. Selon ce texte, la Banque nationale doit mener la politique monétaire, dans l'intérêt général du pays, tout en donnant la priorité à la stabilité des prix. La formulation choisie met l'accent sur l'intérêt général. Elle sous-entend également qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix fournit la meilleure contribution possible à une évolution économique équilibrée. Par stabilité des prix, nous entendons un renchérissement inférieur à 2%. Une fois encore, j'aimerais souligner que l'objectif de la stabilité des prix s'inscrit aussi dans l'intérêt des couches les plus faibles de la société.

Le projet de réforme séparée reprend lui aussi la règle régissant la distribution des bénéfices. Cette règle, on le sait, veut que la Banque nationale verse deux tiers de son bénéfice net aux cantons et un tiers à la Confédération. Les Chambres fédérales ont par ailleurs approuvé la disposition exigeant que la Banque nationale détienne les réserves monétaires, en partie sous forme d'or, qui sont nécessaires à sa mission.

Une partie des réserves monétaires actuelles, partie qui correspond approximativement à la moitié de l'encaisse-or de 2600 tonnes, sera à l'avenir à disposition pour d'autres buts publics. Le Conseil national et le Conseil des Etats ont estimé que, pour l'affectation future de ces actifs, il faut créer une base constitutionnelle spéciale, qui permette de déroger à la règle ordinaire régissant la distribution du bénéfice. Tandis que le Conseil national a complété le projet d'article constitutionnel sur la monnaie par un alinéa supplémentaire, le Conseil des Etats a préféré ajouter une disposition transitoire dans la constitution. La solution retenue par le Conseil des Etats se réfère explicitement aux réserves monétaires dont la Banque nationale n'aura plus besoin, au moment de l'entrée en vigueur dudit article, pour la conduite de sa politique monétaire. Elle souligne ainsi, à juste titre, le caractère unique de l'affectation à d'autres buts publics des réserves monétaires excédentaires.

5 La controverse portant sur le passé

La controverse sur notre passé a continué à nous occuper pendant l'année 1998.

Au printemps, la Commission indépendante d'experts Suisse – Seconde Guerre mondiale a publié son rapport intermédiaire sur les opérations sur or de la Suisse durant la Seconde Guerre mondiale. Le rapport confirme dans l'ensemble des données qui étaient déjà connues. Mais il met aussi l'accent sur deux aspects. D'abord, il considère que l'argument de la bonne foi des dirigeants de l'époque n'est pas défendable. Ensuite, il chiffre à 120 kilogrammes environ la part de l'or venant des camps de concentration dans les 336 tonnes transférées par la Reichsbank d'Allemagne dans le dépôt qu'elle avait à la Banque nationale. Rien, souligne toutefois expressément le rapport, n'indique que les dirigeants d'alors aient eu connaissance de l'origine réelle de cet or.

Nous avons pris publiquement position sur le rapport intermédiaire et estimé qu'il ne donne pas lieu à modifier notablement l'appréciation de la politique de la Banque nationale pendant la Seconde Guerre mondiale. Par conséquent, nous avons considéré que les mesures prises jusqu'à présent sont appropriées. Nous avons aussi réaffirmé notre volonté de continuer à soutenir les efforts pour éclaircir ce chapitre de l'histoire de la Banque nationale.

Durant l'année écoulée, nous avons eu également à gérer soigneusement la situation consécutive au dépôt, aux Etats-Unis, d'une plainte collective contre la Banque nationale suisse.

Sur le plan juridique, nous avons estimé que la Banque nationale, en tant que banque centrale d'un Etat souverain, bénéficie de l'immunité aux Etats-Unis et contesté fondamentalement la compétence d'un tribunal américain en la matière. Aussi avons-nous annoncé notre détermination à nous opposer, par tous les moyens juridiques disponibles, à cette plainte collective.

Ultérieurement, les grandes banques contre lesquelles des plaintes collectives avaient été déposées sont parvenues à un accord. Nous avons toujours eu de la compréhension pour les efforts des banques en vue de trouver une solution extrajudiciaire. Nous avons par conséquent salué ce résultat et pris connaissance, avec satisfaction, du fait que l'accord englobe également la plainte déposée contre nous.

N'ayant pas pris part aux négociations qui ont conduit à la conclusion de cet accord, nous avons rejeté toute participation au financement de la

somme à verser. Une contribution financière de la Banque nationale aurait conféré un caractère officiel à l'accord, ce qui, à notre avis, n'aurait pas servi les intérêts généraux du pays.

Nous avons souligné à plusieurs reprises – y compris l'an dernier, quand la controverse battait son plein – que nous regrettons les zones d'ombre entourant l'attitude de la Banque nationale pendant la période difficile de la guerre. Pour nous, les efforts officiels en cours sont de nature à faire la lumière, et de manière convaincante, sur notre passé. Le moment venu, le Gouvernement, le Parlement et le peuple auront l'occasion de porter une appréciation définitive et de se prononcer sur d'éventuelles suites à donner.

Perspectives

L'année écoulée nous a apporté elle aussi un mélange de continuité et de changement. Globalement, notre économie a évolué conformément aux attentes. Après des années de stagnation et de profondes mutations structurelles, elle a retrouvé du dynamisme. L'environnement international difficile a toutefois contribué à fragiliser la reprise. Il s'agit de continuer à améliorer les conditions qui, sur les plans humain et matériel, conduisent au succès économique. A cet égard, il ne faut pas perdre de vue les impératifs de la compétitivité économique et de l'équilibre social. C'est la seule manière d'assurer la cohésion au sein de la société.

Les événements internationaux, proches et lointains, nous contraignent à tirer les conclusions qui s'imposent. La collaboration internationale, fondamentalement souhaitable, ne peut être assurée à long terme que si chaque pays parvient à mettre de l'ordre en priorité dans sa propre maison. Dans de nombreux cas, une aide extérieure est nécessaire. Toutefois, elle ne peut être efficace qu'à la condition de compléter des mesures prises à l'intérieur même du pays. La mise en œuvre de ces principes est un processus long et difficile. Il serait cependant illusoire de croire qu'on puisse les remplacer par une solution de rechange simple, et même moins coûteuse.

Je ne saurais conclure mon exposé sans remercier tous ceux qui nous ont soutenus, par leurs paroles et par leurs actes, dans l'accomplissement de notre mission. A vous, chers actionnaires, je tiens à exprimer ma gratitude pour l'intérêt que vous portez à notre travail et que vous manifestez une fois de plus par votre présence ici.

Les effets de la volatilité des changes sur le commerce extérieur de la Suisse: estimations à partir d'un modèle à variables multiples

Andreas Fischer, Direction des études économiques,
Banque nationale suisse

Dans les discussions relatives aux systèmes de changes, il est fait régulièrement allusion à l'insécurité découlant des fluctuations des changes dont pâtissent les entreprises et les ménages. On prétend que ce risque de change entrave le commerce international et réduit les gains de bien-être résultant des échanges internationaux de marchandises.

Diverses études ont examiné empiriquement les effets de la volatilité des changes. Elles se rapportent à un grand nombre de pays et de périodes et utilisent une large palette de méthodes (voir Côté, 1994). A cet égard, il faut souligner l'écart entre des résultats empiriques ne permettant de tirer aucune conclusion claire et l'idée reçue selon laquelle la volatilité des changes influe négativement sur les exportations. Les ambitions du modèle se limitent à déterminer si la volatilité des cours de change, représentée par la variance des variations de change, influence le commerce extérieur.

Cette étude ne permet cependant pas de tirer de conclusions quant à la relation entre le niveau du cours de change et des exportations.

Du point de vue de leur méthode, ces études se distinguent notamment l'une de l'autre par leur manière de mesurer la volatilité des changes. Dans la plupart des cas, l'auteur recourt à une moyenne mobile de l'écart type des variations de change passées, qu'il utilise par la suite comme variable expliquant le volume des exportations. Une telle procédure en deux étapes aboutit cependant à des estimations inefficaces. Le présent exposé applique donc la méthode de Kroner et Lastrapes (1993) et traite la question dans le cadre d'un modèle empirique, qui permet d'estimer les rapports entre le commerce extérieur et la volatilité, ainsi qu'entre la volatilité prévue et les informations du passé. Dans ce cas, la variance qui influe sur le commerce extérieur suisse est donc égale à celle prévue par le modèle. Celui-ci est un modèle GARCH à variables multiples dans lequel la variance du change correspondant au modèle est insérée dans les équations destinées à déterminer le volume des exportations et les prix à l'exportation (GARCH dans la moyenne).

L'exposé se subdivise en cinq parties. Dans la première partie, nous résumerons brièvement la littérature théorique sur les rapports entre la volatilité des changes et le commerce extérieur (volume des exportations et prix à l'exportation). Le modèle empirique sera ensuite présenté. La troisième partie sera consacrée aux explications relatives aux données et aux divers tests de spécification. Dans la quatrième partie, nous présenterons les résultats empiriques du

modèle dont la spécification a été acceptée. La cinquième partie, quant à elle, rassemblera nos conclusions.

1 Contexte théorique

Il y a près de vingt ans, Hooper et Kohlhagen (1978) ont donné une impulsion décisive à la littérature théorique sur les rapports entre le risque de change et le commerce extérieur. Les deux auteurs ont modélisé des fonctions d'importation et d'exportation dans le cas d'un produit négocié sur le plan international et d'un monde dans lequel le seul risque est la volatilité des changes. Ils ont ainsi pu analyser les effets du risque de change sur le volume et les prix du commerce extérieur et, simultanément, traiter le comportement des importateurs et exportateurs exposés au risque de change. Ils aboutirent à la conclusion qu'une augmentation de la volatilité des changes réduit le volume du commerce extérieur si les sujets économiques éprouvent de l'aversion pour le risque, que celui-ci soit supporté par les importateurs ou par les exportateurs. De plus, l'augmentation de la volatilité des changes peut influencer le prix d'un bien échangé sur le plan international dans les deux directions, et cela en fonction de la personnalité de celui qui supporte le risque de change. Si c'est l'importateur qui supporte le risque, le cours descendra, car la demande d'importations diminuera. En revanche, le cours montera si l'exportateur supporte le risque, car l'offre d'exportations diminuera.

Ces dernières années, le modèle a été élargi à divers égards. Côté (1994) a résumé cette littérature. Il en résulte, premièrement, que l'hypothèse de l'aversion au risque ne suffit pas pour aboutir à la conclusion que la volatilité des changes réduit le volume du commerce extérieur; le résultat dépend bien davantage des propriétés de la fonction d'utilité des importateurs et des exportateurs (p. ex. la convexité). Deuxièmement, la possibilité de recourir à des contrats à terme influe sur l'effet de la volatilité des changes. Plus il est facile et peu coûteux de s'assurer, plus les effets de la volatilité des changes seront faibles. Cependant, une couverture ne garantit pas que la volatilité des changes n'exercera aucun effet sur le commerce extérieur (cf. Viaene et de Vries, 1992). Troisièmement, le risque de change n'est pas le seul risque que les agents économiques doivent prendre en considération. Tout comme dans le cas d'une diversification de portefeuille, on peut affirmer qu'une entreprise à

haut risque peut demeurer attrayante si elle diversifie le risque total de ses activités. Quatrièmement, les fluctuations de changes créent non seulement des risques, mais aussi des opportunités de profit. Si une entreprise peut adapter sa production avec souplesse, il convient de pondérer les recettes et le risque supplémentaires.

Ces compléments permettent de préciser notre compréhension des effets que la volatilité des changes exerce sur le volume du commerce extérieur. Toutefois, les mécanismes de ces effets deviennent alors moins précis et, comme lors des effets sur les prix, on se demande s'ils consistent en une augmentation ou en une diminution.

2 Le modèle empirique

Le modèle empirique à travers lequel nous allons examiner les effets que la volatilité des changes exerce sur le volume des exportations et sur les prix à l'exportation en Suisse part de l'hypothèse que le risque de change est le seul risque. Ce modèle correspond en grande partie à celui de Kroner et Lastrapes (1983) et comprend les équations suivantes:

$$(1) \Delta s_t = \alpha_0 + \varepsilon_{s,t}$$

$$(2) \Delta x_t = \beta_0 + \sum_{j=1}^m \beta_j \Delta x_{t-j} + \beta_{m+1} \Delta s_t + \beta_{m+2} \Delta p_t^* + \beta_{m+3} \Delta c_t + \beta_{m+4} y_t^* + \beta_{m+5} h_t + \varepsilon_{x,t}$$

$$(3) \Delta q_t = \gamma_0 + \sum_{j=1}^n \gamma_j \Delta q_{t-j} + \gamma_{n+1} \Delta s_t + \gamma_{n+2} \Delta p_t^* + \gamma_{n+3} \Delta c_t + \gamma_{n+4} y_t^* + \gamma_{n+5} h_t + \varepsilon_{q,t}$$

Dans ces équations, Δ désigne la première différence d'une variable et le terme d'erreur est défini comme étant *white noise*.

Dans l'équation (1), l'indice nominal des changes pondéré en fonction des exportations s_t est spécifié comme une marche au hasard. Cette hypothèse implique que s_t n'est pas prévisible en tenant compte de l'évolution passée des cours de change. Cela correspond aux résultats obtenus par Meese et Rogoff (1983), qui ont été confirmés par une série d'autres études.

Les équations (2) et (3) déterminent les exportations réelles x_t et les prix à l'exportation q_t libellés en monnaie étrangère. Ces deux variables sont fonction du cours de change s_t , du rapport p_t^* entre le niveau des prix en Suisse et à l'étranger, des coûts salariaux réels en Suisse par unité produite c_t et du

revenu national réel à l'étranger y_t^* . A cela s'ajoute, comme autre variable fondamentale explicative, la variance du cours de change h_t , qui dépend du temps et permet de représenter dans le modèle le degré d'incertitude des cours de changes.

Comme chez Kroner et Lastrapes, une structure GARCH est imposée à la matrice de covariance des résidus des équations (1) à (3). Nous définissons $\varepsilon_t = [\varepsilon_{s,t}, \varepsilon_{x,t}, \varepsilon_{q,t}]'$ de sorte que

$$(4) \varepsilon_t | \varepsilon_{t-1}, \dots \sim N(0, H_t)$$

$$H_t = \begin{pmatrix} h_t & 0 & 0 \\ 0 & \sigma_{x,t}^2 & \sigma_{xq,t} \\ 0 & \sigma_{xq,t} & \sigma_{q,t}^2 \end{pmatrix}$$

$$\begin{aligned} h_t &= \delta_0 + \delta_1 \varepsilon_{s,t-1}^2 + \delta_2 h_{t-1} \\ \sigma_{x,t}^2 &= \mu_0 + \mu_1 \varepsilon_{x,t-1}^2 + \mu_2 \sigma_{x,t-1}^2 \\ \sigma_{q,t}^2 &= \eta_0 + \eta_1 \varepsilon_{q,t-1}^2 + \eta_2 \sigma_{q,t-1}^2 \\ \sigma_{xq,t} &= \lambda_0 + \lambda_1 \varepsilon_{q,t-1} \varepsilon_{x,t-1} + \lambda_2 \sigma_{xq,t-1} \end{aligned}$$

Le modèle GARCH suppose donc une dépendance stochastique entre les réalisations actuelles de ε_t et ses réalisations antérieures. Comme h_t , pour sa part, se retrouve dans les équations (2) et (3), le modèle implique que le comportement des exportateurs est déterminé par le processus qui génère la variance dans le modèle. Celui-ci implique aussi que les sujets présents sur le marché agissent rationnellement et connaissent les paramètres du processus.

3 Données et spécification

Le modèle de la présente étude a été estimé sur la base de données mensuelles, dont l'échantillon d'observations couvre la période qui s'étend de janvier 1973 à juin 1998. Le cours de change s_t est l'indice du cours du franc suisse, pondéré en fonction des exportations. Par conséquent, une hausse de l'indice correspond à une appréciation du franc. Les exportations réelles x_t correspondent aux exportations nominales déflatées par la valeur moyenne des prix à l'exportation. Exprimés en monnaie étrangère, les prix à l'exportation q_t correspondent à la valeur moyenne des prix à l'exportation multipliés par l'indice de change pondéré des exportations. En l'absence de données mensuelles sur les salaires, les charges salariales réelles par unité produite c_t seront estimées au moyen du taux du chômage suisse. Pour calculer le niveau relatif des prix p^* , nous recourrons à l'indice suisse des prix à la consommation et à

celui de la zone de l'OCDE. Le revenu national de l'étranger sera estimé au moyen des chiffres de la production industrielle dans la zone de l'OCDE. La production industrielle étrangère et le niveau des prix à l'étranger subissant des variations saisonnières, les données brutes ont été corrigées par soustraction de la valeur mensuelle moyenne. En effet, ce processus est plus simple qu'une estimation commune des variables saisonnières muettes et des autres paramètres du système à variables multiples.

Outre le total des exportations, nous examinerons en détail trois catégories d'exportations suisses. Il s'agit des produits semi-ouvrés, des biens d'équipement et des biens de consommation. De plus, nous nous occuperons aussi des pays destinataires, examinant non seulement les exportations dans l'ensemble des pays, mais aussi, isolément, vers l'Allemagne, la France et l'Italie, nos trois principaux partenaires commerciaux. Toutefois, on ne dispose que de variables nominales en ce qui concerne les prix à l'exportation des exportations suisses vers les divers pays pris individuellement. Le cas échéant nous procéderons donc aux estimations en recourant à un modèle réduit résultant des équations (1), (2) et (4).¹ Dans ce cas, les exportations x_t se réfèrent aux exportations nominales et non aux exportations réelles.

Dans une première étape, nous avons effectué différents tests pour déterminer la transformation adéquate des données et la spécification du modèle. Les tests de racines unitaires (unit root tests) pour c , p^* , q , s , x et y^* ont été conduits selon la méthode de Dickey et Fuller (1979), avec une constante, une variable de tendance et quatre lags. L'hypothèse d'une racine unitaire n'ayant pu être rejetée dans aucun des cas, il convient d'écrire toutes les variables du modèle en premières différences [comme dans les équations (1) à (3)]. Les tests de co-intégration ont été réalisés d'après la méthode d'Engle et Granger (1987) pour deux systèmes à cinq variables chacun ($\{c, p^*, s, x, y^*\}$ et $\{c, p^*, q, s, y^*\}$).² Toutefois, aucune relation de co-intégration des variables concernées ne ressort des résultats des tests. La valeur critique proposée par Engle et Yoo (1987) pour un système à cinq variables (-5,02) est inférieure aux valeurs résultant des résidus de Dickey-Fuller. Il a également fallu déterminer le nombre optimal de variables endogènes retardées. Deux variables supplémentaires explicatives (Δx_{t-1} , Δx_{t-2}) dans l'équation du volume des exportations et une variable supplémentaire dans l'équation des prix à l'exportation (Δq_{t-1}) permettent d'obtenir les meilleurs résultats à cet égard.

1 L'échantillon retenu pour les estimations s'étend pour les exportations dans les divers pays jusqu'à 1997: 12.

2 Dans les tests de co-intégration, on est en droit de se demander s'il faut ou pas inclure h_t dans l'équation statique. Si le système peut être assimilé à un modèle

I-GARCH, il convient d'inclure h_t dans le vecteur de co-intégration, car dans ce cas h_t n'est pas stationnaire. Cependant, les estimations rejettent la spécification I-GARCH et indiquent par conséquent qu' h_t est stationnaire ($\gamma_1 + \gamma_2 < 1$).

4 Résultats empiriques

Les tableaux 1, 2 et 3 résument les résultats empiriques des estimations des modèles. Comme seuls les effets de la volatilité des changes sur le volume des exportations et les prix à l'exportation sont essentiels, nous ne retenons que les coefficients estimés de h_t et leurs écarts type.³

Les résultats du tableau 1 se fondent sur le modèle issu des équations (1) à (4).⁴ Nous montrons les coefficients de h_t dans les équations (2) et (3) relatives chacune à deux périodes d'estimation. La période totale s'étend de février 1973 à juin 1998, alors que la deuxième période, période courte, va de janvier 1980 à juin 1998. Cette dernière est observée séparément car l'appréciation tendancielle du franc suisse y est nettement plus faible que durant la première partie de la période totale. Les résultats démontrent que la volatilité des changes n'a exercé d'effets statistiquement significatifs ni sur le volume des exportations ni sur les prix de ces dernières. Cette constatation s'applique non seulement au total des exportations, mais aux trois catégories d'exportations examinées séparément (produits semi-ouvrés, biens de consommation, biens d'équipement). Les paramètres estimés varient fortement et ne permettent pas d'identifier un schéma uniforme.

Il se peut que le grand nombre de variables comprises dans le modèle empêche de procéder à une estimation plus précise des coefficients. Dans une deuxième phase, nous avons donc réduit chaque fois le modèle d'une équation. Le modèle pour le volume des exportations se compose des équations (1), (2) et (4) dans ce cas, tandis que celui des prix à l'exportation est défini par les équations (1), (3) et (4). En ce qui concerne le nombre optimal de variables retardées, il s'est avéré qu'aucune variable endogène retardée ne devait être intégrée dans les équations (2) et (3). Ainsi, le nombre de coefficients estimé a pu être réduit de 28 à 13, respectivement 12.

Le tableau 2 résume les résultats de ces petits modèles. Il en résulte que les conclusions relatives aux effets exercés par la volatilité des changes sur le volume des exportations restent les mêmes: aucune valeur significative de h_t ne se dégage pour toutes les périodes et catégories d'exportations. En revanche, dans le modèle des prix à l'exportation, la volatilité des changes exerce un effet négatif sur le total des prix à l'exportation en courte période (de janvier 1980 à juin 1998). Dans les diverses catégories, des coefficients négatifs statistiquement significatifs se dégagent dans deux cas sur six. Dans l'ensemble

3 Dans d'autres estimations, nous avons testé des spécifications différentes des effets de la volatilité des changes sur les exportations et les prix à l'exportation (lags, par ex. h_{t-1} , et diverses fonctions, comme par ex. h_t^2). Comme cela n'a eu aucun effet sur les résultats obtenus nous ne les avons pas mentionnés dans les tableaux récapitulatifs.

4 Dans la détermination du nombre de variables endogènes retardées, les meilleurs résultats ont été obtenus avec deux lags dans l'équation du volume des exportations et d'un lag dans celle des prix à l'exportation.

néanmoins, il n'apparaît pas non plus de schéma clair dans le modèle des prix à l'exportation, de sorte que la preuve statistique demeure faible.

Nous avons également analysé dans un modèle réduit les effets que la volatilité des changes exerce sur les exportations suisses vers divers pays (Allemagne, France et Italie). Comme on ne dispose que des données nominales sur les exportations d'un pays à l'autre, le modèle se compose des équations (1), (2) et (4) (les exportations x_t sont non pas des valeurs réelles, mais des valeurs nominales). Nous employons comme cours de change les cours bilatéraux (DEM/CHF, FRF/CHF et ITL/CHF) et non l'indice des changes pondéré en fonction des exportations. Le tableau 3 résume les résultats pour le total des exportations. Il en ressort que dans les six cas le coefficient de la volatilité des changes n'est pas statistiquement significatif.

Les résultats des tableaux 1 à 3 ne peuvent pas être comparés tels quels à ceux d'autres études, car ils diffèrent sur le plan des pays, des périodes et des méthodes employées. Côté (1994) a résumé la littérature empirique et abouti à la conclusion générale que les effets de la volatilité des changes sur le volume des exportations et les prix à l'exportation ne sont pas évidents. Si diverses études concluent à un effet de la volatilité des changes sur le volume des exportations (Arize, 1997; Chowdhury, 1993; de Grauwe et Verfaillie, 1988; Koray et Lastrapes, 1989; Bini-Smaghi, 1991; Savvides, 1992), d'autres ne décèlent aucun effet et certaines observent même un effet positif de la volatilité des changes sur le volume des exportations (Asseery et Peel, 1991; Kroner et Lastrapes, 1993). De plus, même lorsque les coefficients ont une valeur statistique, ils restent faibles en règle générale.

Résultats des estimations de h_t dans le modèle global

Tableau 1

Modèle:	$\Delta x, \Delta q, \Delta s, H$			
Equation:	Δx	Δx	Δq	Δq
Période d'estimation:	1973:2-1998:6	1980:1-1998:6	1973:2-1998:6	1980:1-1998:6
Total des exportations	1.3219 (5.3536)	6.3135 (12.5888)	3.3541 (11.0551)	27.7231 (31.3775)
Matières premières et produits semi-finis	1.7747 (3.6187)	-9.8325 (14.1333)	-1.1505 (7.7625)	38.3606 (32.7506)
Biens de consommation	-1.5149 (5.8001)	1.9798 (17.9268)	4.7002 (20.4431)	0.1370 (0.2056)
Biens d'investissement	-4.6664 (3.7866)	0.1373 (8.2146)	3.2513 (11.8707)	12.2385 (106.9895)

Ecarts types entre parenthèses

Résultats des estimations de h_t dans les modèles réduits

Tableau 2

Modèle:	$\Delta x, \Delta s, H$		$\Delta x, \Delta s, H$	
Equation:	Δx	Δx	Δq	Δq
Période d'estimation:	1973:2-1998:6	1980:1-1998:6	1973:2-1998:6	1980:1-1998:6
Total des exportations	0.0811 (18.1806)	-5.6099 (15.6101)	-0.7172 (0.6648)	-7.8153* (1.9427)
Matières premières et produits semi-finis	1.9366 (4.2451)	-28.3633 (3.7454)	1.2022 (0.7666)	-7.0583 (2.9943)
Biens de consommation	-0.0782 (0.0898)	3.6371 (10.9771)	-1.4979 (2.1593)	2.8139 (3.1301)
Biens d'investissement	-6.2412 (5.0943)	1.3471 (18.0502)	-3.8075* (1.8299)	-0.0652 (0.5609)

Ecarts types entre parenthèses

Résultats des estimations de h_t dans les modèles par pays destinataires

Tableau 3

Modèle:	$\Delta s, \Delta x_{nom}, H$	
Equation:	Δx_{nom}	Δx_{nom}
Période d'estimation:	1973:2-1997:12	1980:1-1997:12
Total des exportations vers:		
Allemagne	5.8462 (78.2068)	-7.3318 (33.3528)
France	0.2163 (2.7279)	-0.2377 (3.2262)
Italie	-6.2211 (42.5283)	10.6001 (18.5591)

Ecarts types entre parenthèses

5 Conclusions

Cet exposé fut consacré à la relation entre la volatilité des changes et le commerce extérieur. L'analyse a été effectuée dans le cadre d'un modèle à multiples variables GARCH-dans-la-moyenne en forme réduite. L'attrait de ce modèle est que la volatilité des changes provient du modèle lui-même et n'est pas définie comme un processus exogène.

Les estimations empiriques effectuées avec des données suisses pour le total des exportations et diverses catégories d'exportations indiquent que la volatilité des changes n'exerce pas d'effets quantifiables sur le volume des exportations et les prix à l'exportation. Ces résultats sont en conformité avec ceux de différentes recherches menées dans d'autres pays.

En les interprétant, il faut garder deux points en mémoire. Premièrement, la volatilité des changes a été mesurée dans le présent exposé à l'aide de données mensuelles. Les résultats empiriques ne donnent donc aucune indication sur les conséquences d'évolutions erratiques des changes qui s'étendent à plusieurs trimestres, voire à des années. Deuxièmement, l'analyse se fonde sur un modèle d'équilibre partiel et ne permet pas, par conséquent, de conclusions sur le bien-être économique. On ne peut donc pas déduire des résultats empiriques que la volatilité des changes n'a pas de conséquences économiques ni que les agents économiques y sont indifférents. Toutefois, les résultats démontrent – et telle est la conclusion principale de cette étude – que la volatilité des changes n'exerce pas d'effets clairement identifiés sur les exportations.

Bibliographie

Asseery, A. et D. Peel. 1991. The Effects of Exchange Rate Volatility on Exports – Some New Estimates. *Economics Letters* 37, 173–77.

Arize, A.C. 1997. Foreign Trade Volatility and the Volume of Foreign Trade. *Southern Economic Journal* 64, 235–54.

Bini-Smaghi, L. 1991. Exchange Rate Variability and Trade: Why Is it so Difficult to find any empirical relationship? *Applied Economics* 23, 927–35.

Chowdruy, A. R. 1993. Does Exchange Rate Volatility Depress Trade Flows? Evidence from Error-Correction Models. *Review of Economics and Statistics* 75, 700–6

Côté, A. 1994. Exchange Rate Volatility and Trade. Bank of Canada, Working Paper 94–5.

de Grauwe, P. et G. Verfaillie. 1988. Exchange Rate Variability, Misalignment, and the European Monetary System. In R. Marston (éditeur): *Misalignment of Exchange Rates: Effects on Trade and Industry*, 77–100. Chicago: University of Chicago Press.

Dickey, D. et W. Fuller. 1979. Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Journal of American Statistical Association* 74, 427–31.

Engle, R. et C. Granger. 1987. Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica* 55, 251–76.

Engle, R. et B.S. Yoo. 1987. Forecasting and Testing in Cointegrated Systems. *Journal of Econometrics* 35, 143–59.

Hooper, P. et S. Kohlhagen. 1978. The Effect of Exchange Rate Uncertainty on the Prices and Volume of International Trade. *Journal of International Economics* 8, 483–511.

Koray, F. et W.D. Lastrapes. 1989. Real Exchange Rate Volatility and U.S. Bilateral Trade: A VAR Approach. *Review of Economics and Statistics* 71, 708–12.

Kroner, K.F. et W. Lastrapes. 1993. The Impact of Exchange Rate Volatility on International Trade: Reduced Form Estimates Using the GARCH-in-mean Model. *Journal of International Money and Finance* 12, 298–318.

Meese, R. et K. Rogoff. 1983. Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Are Any Fit to Survive? *Journal of International Economics* 14, 2–24.

Savvides, A. 1992. Unanticipated Exchange Rate Variability and the Growth of International Trade. *Weltwirtschaftliches Archiv* 128, 446–63.

Réduction du taux de l'escompte

Avec effet au 9 avril 1999, la Banque nationale a ramené son taux de l'escompte de 1% à 0,5%.

Rejet, lors du vote final des Chambres fédérales, du nouvel article constitutionnel sur la monnaie

Après le premier examen par les Chambres fédérales du projet de nouvel article constitutionnel sur la monnaie, la version adoptée par le Conseil des Etats divergeait légèrement de celle qui résultait des délibérations du Conseil national. La divergence portait sur la nature et la teneur d'une disposition complémentaire concernant l'utilisation des réserves monétaires excédentaires (voir Bulletin trimestriel no 1/1999, p. 67). Le 17 juin 1999, le Conseil national s'est rallié à la version du Conseil des Etats, donc à l'introduction dans la constitution d'une disposition transitoire pour que la législation fédérale réglemente l'utilisation des réserves monétaires dont la Banque nationale n'a, au moment de l'entrée en vigueur de cette disposition, plus besoin pour conduire sa politique monétaire.

Lors du vote final du 18 juin 1999, le Conseil des Etats a approuvé par 34 voix contre 6 l'article ainsi remanié, alors que le Conseil national l'a rejeté par 86 voix contre 83 et 9 abstentions. Au Conseil national, les voix des opposants à la précision apportée à la mission de la banque centrale – donner la priorité à la stabilité des prix – se sont additionnées à celles des adversaires d'une base constitutionnelle qui aurait permis d'utiliser des réserves excédentaires d'or de la Banque nationale pour financer le projet de Fondation Suisse solidaire. Ainsi, le nouvel article constitutionnel sur la monnaie n'a pas passé le cap des Chambres fédérales.

Message concernant une loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement

Le 26 mai 1999, le Conseil fédéral a soumis au Parlement le message concernant une loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement (LUMMP). La suppression du rattachement du franc à l'or, déjà réalisée dans la constitution grâce à l'adoption, en votation populaire du 18 avril 1999, de la révision totale de la constitution, sera ainsi transposée dans la loi également. La LUMMP abroge définitivement l'obligation pour la Banque nationale de rembourser les billets de banque en or; elle supprime aussi la couverture-or minimale des billets en circulation et la parité-or du franc. La création d'une nouvelle loi s'impose notamment du fait que le nouvel article 99 de la constitution mise à jour règle à lui seul le monopole fédéral du numéraire, monopole qui faisait jusqu'ici l'objet de deux articles différents selon le support matériel, l'un sur la monnaie (pour les pièces) et l'autre sur la banque d'émission (pour les billets). La LUMMP régit toutes les questions d'intérêt public concernant l'unité monétaire et les moyens de paiement ayant cours légal (pièces, billets de banque et avoirs en comptes de virements à la Banque nationale). Elle remplace entièrement la loi actuelle sur la monnaie et les dispositions qui, dans la loi sur la Banque nationale, ont trait aux billets de banque.

Editeur

Banque nationale suisse
Division économique
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition

typolitho ag, Zurich

Impression

Druck-Zentrum Tages-Anzeiger, Zurich

Copyright

Reproduction autorisée avec indication de la source
Copie souhaitée

Abonnements

Le Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse paraît en
langues française (ISSN 1423-3797) et allemande (ISSN 1423-3789).
On peut s'y abonner à l'adresse suivante: Zürichsee
Zeitschriftenverlag, Postfach, Seestrasse 86, CH-8712 Stäfa,
téléphone 01 928 56 16, téléfax 0848 80 55 20

Prix

Fr. 25.- (étranger: fr. 30.-) par an
Pour les abonnés aux bulletins mensuels: fr. 15.-
(étranger: fr. 20.-) par an
Prix pour la Suisse, TVA comprise (2,3%)
Compte postal 80-148-3

Internet

<http://www.snb.ch>

