

**La politique monétaire suisse au milieu de la zone euro,
une indépendance illusoire?**

Georg Rich
Directeur de la Banque nationale suisse

Centre d'études bancaires et Association Bancaire Tessinoise

Vezia, le 19 mai 1999

1 Introduction

L'introduction de l'euro, au début de 1999, s'est déroulée sans problèmes majeurs. Durant la période précédant le passage à la monnaie unique, on évoquait souvent en Suisse la crainte de voir le franc se transformer en valeur refuge, d'où une revalorisation de notre monnaie et, partant, une menace pour la compétitivité de notre industrie. Cette crainte, on le constate aujourd'hui, était exagérée. En effet, l'avènement de la monnaie unique n'a pas déclenché de grosses vagues sur les marchés des changes.

Le passage relativement calme à l'euro n'est en soi pas une surprise. Avant même l'introduction de la monnaie unique, les marchés avaient acquis la conviction que l'euro serait une monnaie sûre et stable. On ne saurait évidemment exclure qu'ils révisent un jour leur jugement. Après le remodelage du paysage monétaire européen, quelle est la probabilité d'enregistrer des fluctuations préjudiciables à notre économie?

La Banque centrale européenne (BCE), qui est chargée de conduire la politique monétaire de la zone euro, a reçu une mission précise puisqu'elle doit veiller en priorité à la stabilité des prix. Je ne doute pas que la BCE fera tout son possible pour remplir au mieux son mandat. Si elle préserve la stabilité des prix dans la zone euro, la relation de change entre l'euro et le franc suisse devrait se maintenir à l'intérieur de limites raisonnables. La BCE n'aura toutefois pas la tâche facile. Plusieurs obstacles pourraient en effet se dresser sur son chemin:

- La BCE doit conduire sa politique monétaire dans un environnement totalement nouveau, caractérisé par un marché monétaire et un marché des capitaux uniques pour toute la zone euro. La transformation, due au passage à l'euro, des marchés financiers européens affaiblira sans doute la fiabilité des indicateurs dont la BCE a besoin pour fixer le cap de sa politique monétaire. Bien doser la politique monétaire pourrait alors devenir un problème délicat, source de pannes.
- Ensuite, la BCE doit mener une politique monétaire uniforme pour toute la zone euro. Contrairement aux banques centrales nationales d'avant 1999, elle ne peut plus tenir compte des particularités propres à chaque pays. Depuis le

début de l'année, il n'est en effet plus possible de compenser des disparités régionales, à l'intérieur de la zone euro, par des adaptations de cours de change. La compensation de ces inégalités doit se faire par d'autres canaux. S'ils sont flexibles, les marchés du travail et des biens jouent un rôle régulateur particulièrement important. Or, dans la plupart des pays de la zone euro, les marchés, ceux du travail surtout, se caractérisent par maintes rigidités. Il n'est dès lors pas exclu que les disparités régionales et, partant, les problèmes de chômage s'aggravent à l'intérieur de la zone euro. La BCE, soumise à des pressions de plus en plus fortes, pourrait alors se détourner de sa mission initiale et prêter une attention accrue à la lutte contre le chômage.

- Enfin, des finances publiques saines sont une condition importante à remplir pour assurer le succès d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix. Ces dernières années, les pays de l'UE ont accompli des efforts pour satisfaire aux critères de participation à l'euro et, ainsi, réalisé de grands progrès dans l'assainissement de leurs finances. Pour permettre à la BCE de s'acquitter efficacement de son mandat de stabilité, il faudrait que ces Etats ne relâchent pas leur politique budgétaire après l'introduction de l'euro.

On le voit, des défis considérables attendent la Banque centrale européenne. Ils pourraient, tôt ou tard, éroder la confiance qu'ont actuellement les marchés dans l'euro. Quels seraient les moyens à la disposition de la Banque nationale si une perte de confiance dans l'euro devait entraîner une hausse indésirable du franc suisse?

2 Moyens d'action de la Banque nationale

Ainsi que nous l'avons souvent répété, nous ne sommes pas désarmés face à des fluctuations indésirables des cours de change. Fondamentalement, nous pouvons contrecarrer une trop forte revalorisation du franc en assouplissant notre politique monétaire. Il s'agit là toutefois d'un exercice d'équilibre délicat: si nous lâchons trop de lest, nous courons le risque d'attiser à moyen terme l'inflation. Dans le passé, force a été pour nous de constater à plusieurs reprises que la stabilité des cours de

change, souhaitée par l'économie, n'était pas nécessairement conciliable avec notre mandat de veiller, à moyen terme également, à la stabilité des prix.

La politique monétaire que nous avons menée ces dernières années illustre clairement nos possibilités et les limites d'une action sur les cours de change. La vive accélération de l'inflation en Suisse dans les années 1989 et 1990 avait amené la BNS à resserrer les rênes monétaires. Les taux d'intérêt suisses à court terme ont alors augmenté, passant à plus de 9% au début de 1990. Ils se sont ensuite maintenus entre 8% et 9% les deux années et demie suivantes (graphique 1). La hausse des taux d'intérêt a fait plonger la Suisse dans une récession qui s'est encore amplifiée avec les profondes mutations structurelles au sein de notre économie et la nécessité d'assainir les finances publiques. Vers la fin de 1991, l'inflation s'est mise à reculer, timidement d'abord, franchement ensuite. Cela a permis à la BNS d'assouplir sa politique monétaire. A partir de l'été 1992, les taux d'intérêt suisses à court terme ont amorcé une baisse, puis se sont stabilisés autour de 4% à fin 1993. Au début de 1994, les signes d'un redémarrage de l'économie suisse se sont multipliés. La reprise s'est toutefois révélée de courte durée. Au second semestre de 1994 déjà, la croissance a commencé à s'essouffler une nouvelle fois. La raison de cette marche décevante des affaires en Suisse est à chercher dans l'évolution des cours de change.

En termes tant nominaux que réels, le franc suisse s'est sensiblement revalorisé entre 1993 et 1995, après avoir faibli, pendant plusieurs phases, dans les années précédentes (graphique 2). La fermeté du franc reflétait essentiellement les doutes, alors largement répandus, sur la stabilité du futur euro, doutes qui ont fait de notre monnaie une valeur refuge. En 1995, le franc a atteint des sommets qui menaçaient sérieusement la compétitivité de l'industrie suisse. Son envolée a provoqué, en 1996 surtout, une nouvelle chute brutale de la conjoncture et fait courir un réel danger de déflation en Suisse. En conséquence, la BNS a assoupli davantage sa politique monétaire au printemps de 1995. La croissance des agrégats monétaires s'est ainsi accélérée nettement (graphique 3), et les taux d'intérêt à court terme sont tombés au-dessous de 2% à fin 1995. Depuis, la BNS a, en plusieurs étapes, relâché encore davantage la bride; actuellement, les taux d'intérêt à court terme sont légèrement inférieurs à 1%.

Le changement de cap monétaire n'a pas influé immédiatement sur les cours de change. Le franc n'a faibli qu'à partir de la fin de 1995, d'abord timidement, puis de manière plus franche, entre août 1996 et janvier 1997, après un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Au début de 1997, l'économie suisse a redémarré. En 1997 et 1998, elle a atteint des taux de croissance respectables, et le chômage s'est replié. Malgré la reprise de la conjoncture, les prix sont restés stables en Suisse. La crise en Asie orientale, en Russie et en Amérique du Sud est toutefois venue jeter une ombre à ce tableau réjouissant. Aujourd'hui encore, elle pèse sur la croissance économique en Suisse et dans les pays voisins. Il est néanmoins difficile de faire un pronostic fiable sur les répercussions de la crise internationale sur l'économie suisse, dans la mesure où la demande intérieure, toujours robuste, atténue les effets de l'affaiblissement sensible des exportations. Pour notre part, nous tablons toujours sur une croissance du produit intérieur brut réel de 1,5% en 1999, donc sur un ralentissement par rapport à la performance de plus de 2% observée pour 1998.

Il est intéressant de noter que la crise asiatique et l'introduction de l'euro ont peu influé sur le cours du franc suisse. Ce dernier est, en termes réels, à un niveau à peine supérieur à celui du début de 1997 (graphique 2). La remarquable stabilité du franc dans cette phase de turbulences internationales est à mettre au crédit de la politique monétaire généreuse de la BNS. Grâce au bas niveau des taux à court terme, la BNS a contribué et contribue à diminuer l'attrait du franc en tant que monnaie refuge sur le plan international.

Les considérations qui précèdent montrent que la BNS a la possibilité de lutter contre une revalorisation indésirable du franc. J'aimerais cependant mettre en garde contre une surestimation de cette possibilité. La BNS peut en tout temps mener une politique monétaire axée sur la stabilité des cours de change. Ainsi, depuis 1996, nous avons à plusieurs reprises freiné une hausse indésirable du franc en approvisionnant généreusement le marché monétaire en liquidités. Si les pressions à la hausse sur le franc devaient devenir extrêmement fortes, nous pourrions même franchir un pas de plus et, comme nous l'avons fait en automne 1978, rattacher temporairement notre monnaie à une autre. Une telle mesure aurait toutefois une conséquence fâcheuse: la BNS perdrait le contrôle de l'évolution de la masse monétaire. Si la masse monétaire devait gonfler démesurément, la BNS

créerait un nouveau potentiel inflationniste. Elle obtiendrait la stabilisation des cours de change au prix d'une accélération ultérieure de l'inflation.

Pour cette raison, la BNS ne doit pas perdre de vue le maintien de la stabilité des prix - sa mission principale - quand elle intervient sur le marché des changes. Ces dernières décennies, elle n'est pas toujours parvenue à concilier la stabilité des cours de change - un souhait de nombreux milieux économiques - avec l'objectif de la stabilité des prix. Un tel conflit d'objectifs nous menace-t-il aujourd'hui? La situation actuelle est très différente de ce que nous avons connu à certaines époques. En effet, le danger d'un retour de l'inflation est faible. Les indicateurs qui renseignent sur l'évolution future des prix - la croissance des masses monétaires par exemple - ne laissent entrevoir aucun danger de ce côté-là.

La position relativement commode dans laquelle se trouve la BNS est à mettre avant tout au crédit de la politique monétaire cohérente du début des années nonante, politique monétaire qui était résolument axée sur la stabilité des prix. En jugulant l'inflation, la BNS a accru sa marge de manœuvre pour lutter contre des variations indésirables des cours de change. On reproche souvent à la BNS d'avoir mené une politique trop rigoureuse pendant la première moitié des années nonante. Les auteurs de telles critiques oublient que la politique monétaire restrictive d'alors et le retour à la stabilité des prix ont précisément créé les conditions qui permettent aujourd'hui à la BNS de mettre l'économie suisse largement à l'abri de fluctuations indésirables des cours de change.

En conséquence, la BNS doit tout mettre en œuvre pour préserver la stabilité des prix en Suisse, à moyen terme également. Certains pensent qu'un peu d'inflation serait bénéfique pour l'économie, parce que cela permettrait d'atténuer les conséquences dommageables de fortes variations des cours de change et d'autres chocs indésirables. De telles recommandations n'ont pas de sens. Le niveau des prix n'est pas une variable que la BNS peut gérer avec précision. Si la BNS succombait à la tentation de tolérer "un peu" de renchérissement, elle courrait le risque de se retrouver avec une inflation bien plus forte. Elle réduirait également la marge de manœuvre qui lui permet d'amortir des chocs. Aussi la BNS ne peut-elle faire autrement que de veiller en premier lieu à la stabilité des prix.

La BNS est donc parfaitement en mesure de contrer des fluctuations indésirables des cours de change. Pourtant, d'aucuns se demandent si, pour la Suisse comme pour d'autres petits pays, mener une politique monétaire autonome a un sens. La Suisse ne serait-elle pas mieux avisée de rattacher durablement le franc à l'euro, au lieu de chercher à mener une politique monétaire autonome? Dans la suite de mon exposé, je vais tenter de répondre à cette question. J'examinerai dans un premier temps les avantages d'un rattachement du franc à l'euro, puis je passerai aux inconvénients.

3 Les avantages d'un rattachement à l'euro

Les avantages d'un rattachement à l'euro sautent aux yeux: si le cours de change est fixe, les entreprises exportatrices et importatrices ont la tâche facilitée. Elles bénéficient d'une grande certitude pour ce qui a trait aux prix auxquels elles peuvent vendre ou acheter leurs produits à l'étranger. Elles peuvent par conséquent mieux planifier leur production et leurs investissements et réduire le risque de prendre de mauvaises décisions. Toutefois, la conversion d'euros en francs suisses et de francs suisses en euros continuera à leur engendrer des coûts. Seule l'introduction de l'euro à la place du franc, comme moyen de paiement ayant cours légal, permettrait de faire disparaître les coûts de conversion.

Le rattachement du franc à l'euro n'éliminerait évidemment pas intégralement les fluctuations des changes. Ces fluctuations continueraient à subsister, sous deux formes. Premièrement, seule la relation de change entre l'euro et le franc serait stabilisée. Une partie prépondérante du commerce extérieur de la Suisse bénéficierait toutefois des avantages d'un cours fixe: en 1998, 55% des exportations suisses de biens étaient destinées à la zone euro et au moins 70% de nos importations en provenaient. Deuxièmement, les autorités suisses pourraient fixer le cours *nominal* de l'euro, mais non son cours *réel*, lequel est déterminant pour la compétitivité de l'économie suisse. La question qui se pose est donc de savoir si la fixation d'un cours nominal permettrait aussi d'assurer la stabilité du cours réel.

Comme il ressort des expériences faites dans de nombreux pays ayant des cours de change flottants, les écarts que le cours réel enregistre à court et à moyen terme par rapport à sa tendance à long terme découlent avant tout des fluctuations nominales. La volatilité du cours réel devrait par conséquent sensiblement diminuer en cas de passage à des changes fixes. Même après le rattachement du franc à l'euro, des variations réelles pourraient encore survenir, mais dans une mesure limitée, si les prix en Suisse n'évoluaient pas parallèlement à ceux de la zone euro. En outre, l'exemple du Canada montre que, même à l'intérieur d'une zone monétaire unique, l'inflation peut varier sensiblement d'une région à l'autre, d'où des variations des "cours réels".

Si la fixation d'une parité - d'un cours nominal - est susceptible de contribuer à stabiliser, à court et à moyen terme, la valeur extérieure de notre monnaie, d'autres règles s'appliquent pour le long terme. Dans ce cas-là, il n'y a qu'un lien lâche entre le cours nominal et le cours réel. Ainsi, depuis le milieu des années septante, le cours nominal et le cours réel du franc marquent tous deux une tendance à la hausse. Le cours nominal a cependant beaucoup plus augmenté que le cours réel. Ce phénomène s'explique par le fait que l'inflation en Suisse a été généralement plus basse qu'à l'étranger. La revalorisation du franc en termes nominaux a par conséquent reflété, en grande partie, les écarts entre les taux d'inflation à l'étranger et en Suisse. Dans les années septante, surtout, elle est allée au-delà de la différence entre les taux d'inflation. Il convient à ce propos de rappeler que la hausse à long terme du cours réel du franc (graphique 2) dépend peu de la politique monétaire et d'autres influences monétaires. Elle trouve davantage son origine dans l'évolution des prix relatifs des biens et services produits et vendus uniquement sur le marché suisse. Ces prix, comparés à ceux des produits entrant dans le commerce international, ont augmenté plus fortement en Suisse que dans la zone euro. Le renchérissement relativement fort qui a été observé, en Suisse, pour les produits n'entrant pas dans le commerce international est probablement dû, avant tout, à l'offre de logements plutôt faible et à l'absence de concurrence sur le marché intérieur. Ainsi, la hausse à long terme du cours réel du franc ne signifie pas que la compétitivité de l'industrie suisse d'exportation a eu tendance à se dégrader durant les deux dernières décennies.

4 Les inconvénients d'un rattachement à l'euro

L'élément positif, soit une plus grande stabilité des cours réels, est à mettre en balance avec les deux inconvénients majeurs qu'engendrerait un rattachement du franc à l'euro. D'abord, le rattachement du franc ferait disparaître les avantages découlant de nos taux d'intérêt plus bas qu'à l'étranger. Ensuite, il priverait totalement la BNS de la possibilité de mener une politique monétaire autonome.

En Suisse, vous le savez, les taux d'intérêt sont habituellement inférieurs aux niveaux observés dans tous les autres pays européens. L'écart est plus marqué pour les taux à long terme que pour les taux à court terme, lesquels dépendent très fortement de la politique monétaire de la BNS et de la conjoncture économique en Suisse. Les rendements sur les placements à long terme en francs sont plus bas que partout ailleurs en Europe, même si l'on tient compte, dans la comparaison, des gains et pertes en capital consécutifs aux variations des prix et des cours de change. Le graphique 4 montre l'évolution de l'écart entre les taux d'intérêt réels à long terme en Allemagne et en Suisse. Cet écart, mesuré en termes réels je le rappelle, a eu tendance à diminuer durant les trois dernières décennies, mais il s'élève aujourd'hui encore à un niveau variant entre 1 et 2 points. Les raisons qui sont à l'origine de cet atout pour notre économie divisent les experts. Il est probable que le fort excédent de notre balance des transactions courantes contribue à maintenir les taux d'intérêt suisses à un bas niveau. A mon avis, la principale explication réside toutefois dans la stabilité traditionnelle du franc suisse, qui fait de notre monnaie un instrument de diversification attrayant pour les investisseurs internationaux.

Si la Suisse fixait une parité pour la relation de change entre l'euro et le franc, l'atout découlant des taux d'intérêt bas fondrait avec le temps. Les investisseurs internationaux considéreraient l'euro et le franc suisse comme deux monnaies parfaitement interchangeables. L'incitation à se diversifier dans notre monnaie disparaîtrait. Les placements en euros et en francs suisses de même qualité et de même durée donneraient les mêmes rendements. Les taux d'intérêt suisses s'aligneraient sur ceux de la zone euro et seraient déterminés essentiellement par la Banque centrale européenne. La BNS ne serait plus en mesure d'influer sur

l'évolution des taux en Suisse et de veiller, par ses propres moyens, à la stabilité du franc suisse.

Pour l'économie suisse, la hausse des taux d'intérêt impliquerait des ajustements qui ne se feraient pas sans coûts. L'économie suisse perdrait un avantage concurrentiel sur le plan international. Le niveau plus élevé des taux d'intérêt amènerait les entreprises suisses à réduire le facteur capital dans l'appareil de production. Les salaires suisses, élevés en termes réels, subiraient des pressions à la baisse. La Confédération, les cantons et les communes verraient s'accroître leurs dépenses au titre du service de la dette. Les propriétaires ressentiraient l'alourdissement des charges d'intérêts sur leurs hypothèques. Les coûts d'ajustement que l'économie suisse aurait à supporter à la suite de la hausse des taux d'intérêt ne doivent pas être sous-estimés. Ils devraient être comparés aux avantages qui découleraient du rattachement du franc à l'euro.

La perte totale d'autonomie dans la conduite de la politique monétaire - le second inconvénient majeur - est souvent minimisée dans les discussions. La BNS - avance-t-on comme argument - suit la BCE, après s'être alignée étroitement sur la banque centrale allemande. En outre, la conjoncture en Suisse évolue, en règle générale, parallèlement à la conjoncture en Allemagne. Ainsi, la BNS ne serait même pas contrainte de mener une politique monétaire s'écartant sensiblement de celle de la banque centrale allemande ou, maintenant, de la BCE.

Ceux qui mettent en question la nécessité pour la Suisse de pouvoir mener une politique monétaire autonome oublient toutefois un point important: dans la discussion sur la pertinence d'une politique monétaire autonome, le diable se cache dans les détails, comme cela est si souvent le cas. Il est vrai qu'une grande similitude peut généralement être observée dans l'évolution conjoncturelle de part et d'autre du Rhin. Des études scientifiques confirment cet état de fait. De plus, la BCE - comme la banque centrale allemande avant elle - assigne à sa politique monétaire les mêmes objectifs que la BNS. Etant donné cette similitude des objectifs de politique monétaire et de l'évolution économique, il n'est pas étonnant que la BNS donne fréquemment à sa politique monétaire la même orientation que la BCE ou, précédemment, la banque centrale allemande.

Ce constat ne doit cependant pas déboucher sur la conclusion que la BNS se contente de copier les décisions prises à Francfort. Si l'on examine la politique monétaire suisse des dernières années, on s'aperçoit que la BNS a aussi mis à profit, à plusieurs reprises, sa marge de manœuvre et, partant, opéré de manière autonome. Ainsi, entre l'été 1992 et l'été 1993, la BNS a assoupli sa politique monétaire plus rapidement que la banque centrale allemande. C'est pour cette raison que les taux d'intérêt sur le marché monétaire ont baissé plus vite en Suisse qu'en Allemagne; durant cette période, l'écart entre les taux d'intérêt allemands et suisses a atteint par moments 3 points (graphique 1). La banque centrale allemande était contrainte de mener une politique plus restrictive que la BNS, étant donné que le renchérissement outre-Rhin ne s'était pas replié aussi rapidement et aussi durablement qu'en Suisse. A la suite de l'essor économique passager qu'avait déclenché la réunification, l'inflation en Allemagne a passé à plus de 4% en 1993, alors qu'elle continuait à reculer en Suisse. L'écart entre les taux d'intérêt allemands et suisses s'est maintenu pendant les années suivantes. Aujourd'hui encore, les taux d'intérêt à court terme sont en Suisse plus bas qu'en Allemagne et que dans la zone euro. Comme je l'ai déjà souligné, la BNS poursuit une politique monétaire plutôt expansionniste qui tient compte de l'évolution de la conjoncture en Suisse. Elle prend ainsi en considération les difficultés économiques spécifiques que la Suisse affronte depuis plusieurs années, difficultés qui se manifestent sous forme de mutations structurelles plus douloureuses que dans les autres pays européens.

En cas de rattachement du franc à l'euro, les taux d'intérêt suisses augmenteraient sur le marché monétaire pour rejoindre le niveau de la zone euro. La BNS ne pourrait plus les modifier de son propre chef. Je n'ai pas besoin d'insister sur le fait qu'une telle hausse des taux serait extrêmement fâcheuse dans le paysage conjoncturel actuel. On peut naturellement objecter que la Suisse, en rattachant le franc à l'euro, serait intégrée encore plus étroitement à la zone euro sur le plan économique, ce qui réduirait la nécessité pour elle de mener une politique monétaire autonome. Il est toutefois improbable que les conditions économiques pour un abandon total de notre autonomie en matière de politique monétaire soient rapidement remplies. Pour cette raison, la BNS ferait bien de ne pas sacrifier à la légère son autonomie.

5 Conclusions

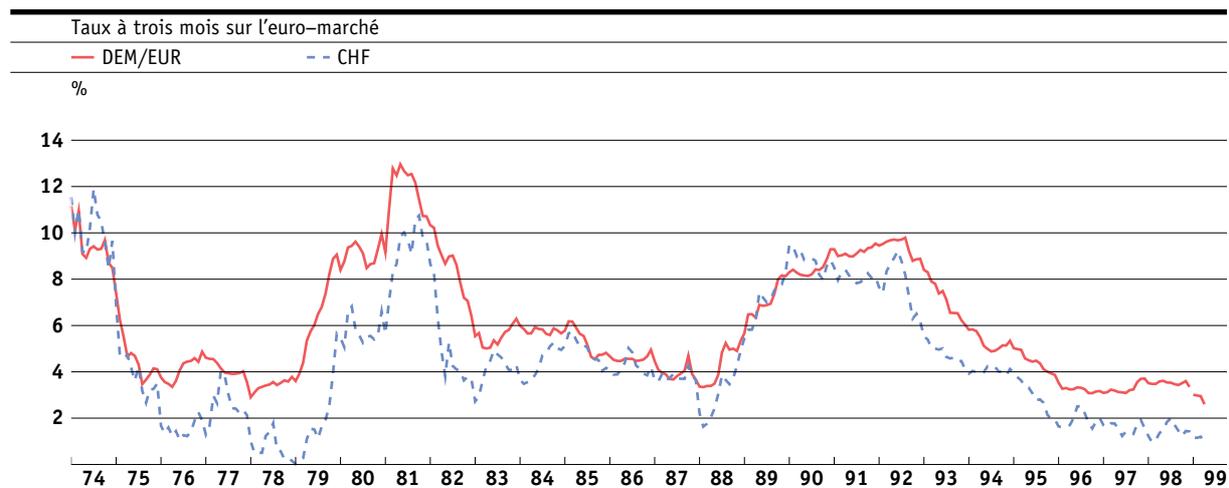
La BNS, en menant une politique monétaire autonome, sert le plus efficacement les intérêts généraux du pays. Si elle maintient son propre cap, elle est également en mesure de tenir compte, dans la fixation de sa politique monétaire, des besoins particuliers de la population et de l'économie suisses. Mais la BNS ne peut conduire une politique monétaire autonome et efficace que si elle laisse fluctuer librement le cours du franc. Il est alors possible que le franc suisse se revalorise dans des proportions indésirables et, partant, qu'il cause des dommages à l'économie suisse. Comme j'ai tenté de le montrer, la BNS n'est pas désarmée face à ce genre d'évolutions. Si elle axe sa politique monétaire sur la stabilisation des cours de change, elle doit veiller à ne pas relâcher trop fortement les rênes monétaires pour ne pas créer un nouveau potentiel inflationniste.

Le rattachement du franc à l'euro réduirait considérablement le risque de variations préjudiciables des cours de change. Mais la plus grande stabilité des cours aurait un prix, à savoir la perte d'autonomie dans la conduite de la politique monétaire. La politique monétaire suisse serait définie non plus par la BNS, mais par la Banque centrale européenne. L'atout qui nous vient des taux d'intérêt plus bas sur le franc suisse disparaîtrait. L'attrait du franc comme monnaie de placement ne dépendrait plus de la crédibilité et du renom de la BNS. La qualité de la politique monétaire menée à Francfort serait dorénavant seule déterminante.

Pendant combien de temps la Suisse maintiendra-t-elle une politique monétaire autonome? Cette question fait souvent l'objet de spéculations. Je renonce pour ma part à émettre un pronostic. A mon avis, tant que la Suisse reste en dehors de l'Union européenne, il n'existe aucune raison d'abandonner notre politique monétaire autonome. Une adhésion de notre pays à l'Union européenne changerait naturellement la donne. Si la Suisse entrait dans l'Union européenne, elle reprendrait probablement l'euro et perdrait du même coup son autonomie monétaire. Toutefois, une adhésion rapide de la Suisse à l'Union européenne reste, pour l'instant, du domaine de l'improbable.

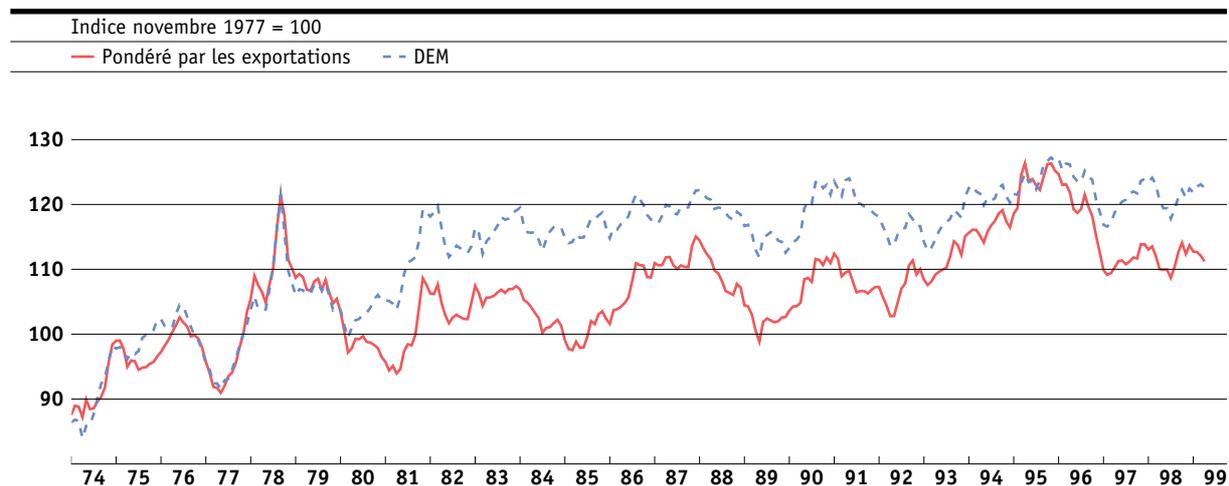
Graphique 1

Taux d'intérêt suisse et allemand sur le marché monétaire



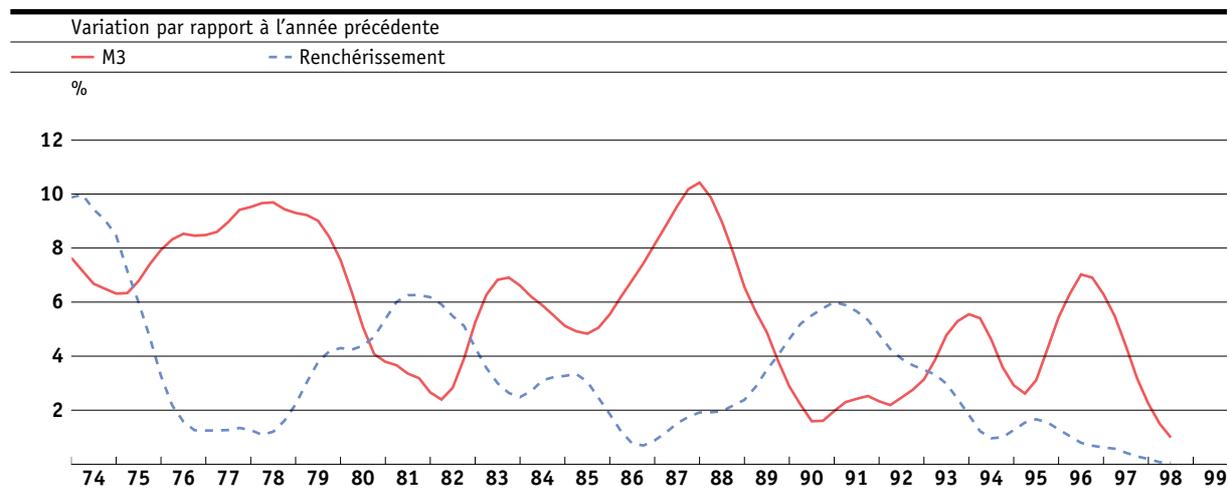
Graphique 2

Cours réel du franc suisse



Graphique 3

Masse monétaire M3 et renchérissement



Ecart entre le taux d'intérêt réel et le taux d'intérêt nominal à long terme

