

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIONALE SVIZRA ☒

# Bulletin trimestriel



# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Juin

2/1998

16<sup>e</sup> année

## Table des matières

4	Sommaire
5	Übersicht
6	Sommario
7	Abstracts
8	<b>Conclusions de politique monétaire</b>
10	<b>Situation économique et monétaire</b>
11	1 Environnement international
11	1.1 Conjoncture
12	1.2 Evolution monétaire
13	1.3 Crise en Asie orientale
13	1.4 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	<b>Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale de la Banque nationale suisse</b> Jakob Schönenberger
38	<b>Exposé à l'Assemblée générale de la Banque nationale suisse</b> Hans Meyer
44	<b>Chômage structurel et inflation en Suisse</b> Attilio Zanetti
58	<b>Chronique monétaire</b>

## **Conclusions de politique monétaire (p. 8)**

La Banque nationale estime que sa politique monétaire est appropriée et que le produit intérieur brut réel continuera, dans le proche avenir, de croître à un rythme de 2%. L'accélération attendue de la croissance des agrégats monétaires ne met pas la stabilité des prix en danger. Elle ne sera probablement que temporaire. La progression des agrégats devrait donc retrouver un rythme compatible avec la stabilité des prix à moyen et long terme. Un réexamen du cours de la politique monétaire s'imposerait toutefois si, contre toute attente, l'activité économique devait s'accélérer fortement. Il convient toujours de suivre attentivement l'évolution du cours du franc.

## **Situation économique et monétaire (p. 10)**

En Suisse, le début de l'année a été marqué par un nouveau raffermissement du franc. La Banque nationale a réagi en accroissant sensiblement les liquidités, en février, d'où une forte hausse des avoirs en comptes de virements et, partant, de la monnaie centrale. Les taux d'intérêt se sont alors repliés. En mars, une normalisation a été observée dans les relations de change, et les taux d'intérêt ont augmenté légèrement. D'un trimestre à l'autre, la croissance de la monnaie centrale s'est quelque peu accélérée, mais la progression de la masse monétaire  $M_3$  est restée faible.

Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel dépassait de 2,4% son niveau de la période correspondante de 1997. L'économie suisse a bénéficié de la conjoncture favorable dans les pays industrialisés. L'expansion des exportations a toutefois faibli du fait de la crise asiatique. En revanche, des impulsions plus fortes sont venues de la demande intérieure. Elles se sont traduites notamment par des importations accrues. En comparaison annuelle, l'emploi a augmenté, ce qui n'avait plus été observé depuis deux ans. En outre, le taux de chômage a continué à se replier. Quant aux prix à la consommation, ils sont restés stables au cours des cinq premiers mois de l'année.

## **Assemblée générale des actionnaires (p. 34)**

Dans son allocution, M. Jakob Schönenberger, président du Conseil de banque, a commenté les mutations structurelles dans le secteur bancaire suisse. Le démantèlement de pratiques cartellaires et l'affaiblissement de la conjoncture à la fin des

années quatre-vingt ont mis au jour des structures malsaines au sein de l'économie et du secteur bancaire. La chute des prix dans l'immobilier a engendré de lourdes répercussions. Ainsi, les banques ont dû opérer de substantiels amortissements sur leurs crédits en Suisse et de douloureuses adaptations dans leur politique commerciale. En outre, les mutations rapides dans le secteur financier placent les autorités concernées face à de sérieux défis.

M. Hans Meyer, président de la Direction générale, a rappelé quelques évolutions majeures. La reprise de la conjoncture, soutenue essentiellement par les exportations, était encore faible en 1997. Aussi les cours de change ont-ils particulièrement retenu l'attention. La Banque nationale a contrecarré la fermeté qui a caractérisé le franc dans le sillage de la crise asiatique. En ce qui concerne la réforme des dispositions constitutionnelles sur la monnaie, d'importantes étapes ont été franchies; l'article sur la monnaie, tel qu'il est proposé par le Conseil fédéral, a été généralement bien accueilli. Dans le domaine du numéraire, les tendances observées ont amené la Banque nationale à prévoir une concentration sur quatre implantations du contrôle et du tri des billets de banque et des pièces. Enfin, selon une nouvelle convention conclue avec le Conseil fédéral, la distribution des bénéfices de la Banque nationale au titre des exercices 1998 à 2002 passera à 1,5 milliard de francs par an.

## **Chômage structurel et inflation en Suisse (p. 44)**

Le taux de chômage est à son niveau structurel ou naturel quand il n'en résulte aucune pression, à la hausse ou à la baisse, sur l'inflation. L'article tente d'estimer le taux de chômage structurel en Suisse et d'en évaluer l'utilité pour la conduite de la politique monétaire. Deux méthodes sont appliquées. L'une repose sur la courbe de Beveridge et l'autre, sur une courbe de Phillips complétée des anticipations inflationnistes, ce qui permet de calculer le NAIRU. Les estimations ainsi obtenues souffrent d'un degré significatif d'imprécision, d'où un contenu informatif réduit pour l'institut d'émission. Les calculs montrent néanmoins que le socle du chômage structurel a augmenté depuis le milieu des années septante, en particulier au cours de la dernière récession.

# Übersicht

## **Geldpolitische Schlussfolgerungen (S. 8)**

Die Nationalbank erachtet den gegenwärtigen geldpolitischen Kurs als angemessen. Sie rechnet damit, dass das reale Bruttoinlandprodukt in absehbarer Zeit im bisherigen Rhythmus von 2% wachsen wird. Das erwartete stärkere Geldmengenwachstum stellt für die Preisstabilität keine Gefahr dar. Es dürfte sich bald wieder auf ein Ausmass zurückbilden, das mit der mittel- und langfristigen Preisstabilität vereinbar ist. Eine Überprüfung des geldpolitischen Kurses würde sich dann aufdrängen, falls sich der konjunkturelle Aufschwung wider Erwarten stark beschleunigen würde. Weiterhin gilt es, die Entwicklung des Frankenkurses im Auge zu behalten.

## **Wirtschafts- und Währungslage (S. 10)**

Die monetäre Entwicklung in der Schweiz war zu Beginn des Jahres 1998 durch eine Wiedererstarke des Frankens geprägt. Die Nationalbank wirkte dieser im Februar mit einer starken Ausweitung der Liquidität entgegen. Dies widerspiegelte sich in einem vorübergehend starken Anstieg der Giroguthaben der Banken und damit auch der Notenbankgeldmenge. Gleichzeitig bildeten sich die kurz- und langfristigen Zinssätze zurück. Im März normalisierte sich die Wechselkurslage, und die Zinssätze zogen leicht an. Während die Notenbankgeldmenge im ersten Quartal etwas stärker stieg als in der Vorperiode, blieb das Wachstum der Geldmenge  $M_3$  schwach.

Das reale Bruttoinlandprodukt lag im ersten Quartal um 2,4% über dem Vorjahresstand. Die günstige Konjunktur in den Industrieländern bildete weiterhin eine wichtige Wachstumsstütze. Infolge der Asienkrise schwächte sich aber das Exportwachstum ab. Dagegen gingen von der Binnenachfrage stärkere Impulse aus. Dies widerspiegelte sich in kräftig steigenden Importen. Die Beschäftigung übertraf erstmals seit zwei Jahren ihren Vorjahresstand, und die Arbeitslosenquote bildete sich weiter zurück. Die Konsumentenpreise blieben in den ersten fünf Monaten stabil.

## **Generalversammlung der Aktionäre (S. 34)**

Der Präsident des Bankrats, Jakob Schönenberger, befasste sich in seiner Eröffnungsansprache mit dem Strukturwandel im schweizerischen Bankensektor. Die Abschaffung kartellistischer Praktiken und die Abschwächung der Konjunktur Ende

der achtziger Jahre machten die ungesunden Strukturen, die sich in der Wirtschaft und im Bankgewerbe herangebildet hatten, sichtbar. Besonders schwerwiegend wirkte sich der drastische Rückgang der Immobilienpreise aus, der die Banken in den Jahren 1991 bis 1996 zu hohen Abschreibungen auf inländischen Krediten und zu schmerzhaften Korrekturen der Geschäftspolitik zwang. Die hohe Kadenz des Wandels im Finanzsektor stellt auch die in diesem Bereich tätigen Behörden vor grosse Herausforderungen.

Der Präsident des Direktoriums, Hans Meyer, ging auf die wichtigsten Entwicklungen im Bereich der Geldpolitik ein. Die konjunkturelle Erholung war im Jahre 1997 immer noch schwach. Die Hauptsorge galt daher der Wechselkursentwicklung. Die Nationalbank wirkte der Frankenaufwertung im Gefolge der ostasiatischen Krise entgegen. Die Reform der Währungsverfassung kam wichtige Schritte voran. Der vom Bundesrat erarbeitete Vorschlag zum neuen Geld- und Währungsartikel stiess auf überwiegend positives Echo. Im Bereich des Bargeldes verlangte die zunehmende Konzentration der Bargeldflüsse eine Zusammenlegung der Bargeldverarbeitung an vier Standorten. Gemäss einer neuen Vereinbarung mit dem Bundesrat wird die Nationalbank in den Jahren 1998–2002 die Gewinnausschüttung auf jährlich 1,5 Mrd. Franken erhöhen.

## **Strukturelle Arbeitslosigkeit in der Schweiz (S. 44)**

Die strukturelle oder natürliche Arbeitslosenquote stellt diejenige Arbeitslosigkeit dar, bei der vom Arbeitsmarkt her kein Druck in Richtung höherer oder tieferer Inflation ausgeht. In diesem Aufsatz wird die Höhe der strukturellen Arbeitslosigkeit in der Schweiz geschätzt und geprüft, ob sich daraus nützliche Informationen für die Nationalbank ergeben. Es kommen zwei Ansätze zur Anwendung, nämlich die Beveridge-Kurve und die um die Erwartungen erweiterte Phillipskurve, mit der die NAIRU berechnet wird. Die geschätzte strukturelle Arbeitslosenquote bewegt sich in einem grossen Streubereich, was ihre geldpolitische Verwendbarkeit stark beeinträchtigt. Beide Schätzmethode zeigen aber, dass sie seit Mitte der achtziger Jahre gestiegen ist. Der stärkste Anstieg fand während der letzten Rezession statt.

### **Conclusioni di politica monetaria (p. 8)**

La Banca Nazionale considera appropriata la politica monetaria attualmente condotta e conta nei prossimi tempi su una crescita del prodotto interno lordo reale del 2%. Il previsto aumento del tasso di crescita della massa monetaria non rappresenta un rischio per la stabilità dei prezzi. In breve tempo, esso dovrebbe infatti tornare ad un livello compatibile con la stabilità dei prezzi a medio e lungo termine. Una verifica dell'attuale politica monetaria si renderebbe necessaria nel caso in cui la ripresa congiunturale dovesse inaspettatamente subire un'accelerazione. In questo contesto occorrerà seguire con attenzione l'andamento del corso della nostra moneta.

### **Situazione economica e monetaria (p. 10)**

L'inizio del 1998 è stato caratterizzato da un nuovo apprezzamento del franco, al quale la Banca nazionale ha opposto, in febbraio, una forte espansione della liquidità. Quest'ultima si è rispecchiata in un'impennata temporanea degli averi in conto giro delle banche e quindi anche della base monetaria. Simultaneamente, i tassi d'interesse a breve e a lungo termine si sono ridotti. In marzo, la situazione dei cambi si è normalizzata e i tassi d'interesse hanno ripreso leggermente quota. Mentre la base monetaria ha registrato, durante il primo trimestre, un aumento lievemente superiore a quello del trimestre precedente, la crescita della massa monetaria  $M_3$  è rimasta modesta.

Nel primo trimestre, il prodotto interno lordo reale ha superato del 2,4% il livello dell'anno precedente. La congiuntura favorevole nei paesi industrializzati ha costituito un sostegno per la crescita. In seguito alla crisi asiatica, l'aumento delle esportazioni è tuttavia rallentato. Dalla domanda interna sono invece provenuti impulsi più forti, rispecchiatisi in una vigorosa crescita delle importazioni. Per la prima volta da due anni, l'occupazione è risultata superiore al livello dell'anno precedente e la quota di disoccupazione si è ulteriormente ridotta. I prezzi al consumo sono rimasti stabili durante i primi cinque mesi.

### **Assemblea generale degli azionisti (p. 34)**

Nel suo discorso d'apertura, il presidente del consiglio di banca, Jakob Schönenberger, ha commentato le modifiche strutturali in atto nel sistema bancario svizzero. L'abolizione dei cartelli e l'inde-

bolimento congiunturale della fine degli anni ottanta hanno rivelato le strutture malsane del sistema economico e del settore bancario. Particolarmente gravi sono state le ripercussioni del drastico calo dei prezzi sul mercato immobiliare, che ha obbligato le banche a operare ammortamenti considerevoli sui crediti verso debitori svizzeri e correzioni dolorose della loro politica aziendale. Il ritmo frenetico dei cambiamenti intervenuti nel settore finanziario ha costituito una sfida importante anche per le autorità attive in quest'ambito.

Il presidente della direzione generale, Hans Meyer, ha ricordato gli sviluppi più importanti nell'ambito della politica monetaria. Nel 1997 la ripresa congiunturale è rimasta debole. La preoccupazione principale riguardava perciò il tasso di cambio. La Banca nazionale si è opposta all'apprezzamento del franco che ha fatto seguito alla crisi asiatica. La riforma della costituzione monetaria ha fatto progressi importanti. La proposta del Consiglio federale per un nuovo articolo sulla politica monetaria ha ottenuto un'eco prevalentemente positiva. Per quanto riguarda il denaro contante, la crescente concentrazione dei flussi ha reso necessario riunire in soli quattro punti il suo trattamento. Conformemente ad una nuova intesa con il Consiglio federale, la Banca nazionale aumenterà a 1,5 miliardi di franchi la parte dell'utile versata negli anni 1998 a 2002.

### **Disoccupazione strutturale e inflazione in Svizzera (p. 44)**

Il tasso di disoccupazione strutturale (o naturale) rappresenta il livello di disoccupazione che non genera pressioni inflazionistiche o deflazionistiche. Questo articolo cerca di fornire delle stime del tasso di disoccupazione strutturale e di valutare la loro utilità ai fini della politica monetaria. A questo scopo vengono impiegati due metodi: la curva di Beveridge e una curva di Phillips che include le anticipazioni dell'inflazione e che permette il calcolo del NAIRU. Le stime del tasso di disoccupazione strutturale soffrono di una notevole imprecisione che ne riduce il contenuto informativo per l'istituto d'emissione. Malgrado ciò, lo studio mette in evidenza che c'è stata una progressione della disoccupazione strutturale dalla metà degli anni settanta. Un aumento particolarmente netto ha avuto luogo a seguito della più recente recessione.

### **Conclusions for monetary policy (p. 8)**

The Swiss National Bank considers the present course of monetary policy adequate. It expects real gross domestic product to grow at the current rate of 2% in the foreseeable future. The anticipated stronger expansion of the money supply does not jeopardise price stability. It should soon be back at a level that is compatible with medium- and long-term price stability. A review of the National Bank's monetary policy course would become necessary if the economic upswing accelerated more markedly than expected. An eye must also continue to be kept on the development of the Swiss franc rate.

### **Economic and monetary developments (p. 10)**

At the beginning of 1998 the monetary situation in Switzerland was characterised by a renewed firming of the Swiss franc. The National Bank counteracted this development in February by considerably expanding liquidity. This led to a temporary strong rise in the banks' sight deposits at the National Bank, and concomitantly in the monetary base. At the same time, short- and long-term interest rates declined. In March the exchange rate situation returned to normal, and interest rates moved up slightly. While the monetary base expanded somewhat more markedly in the first quarter than in the previous period, the growth of the money stock  $M_3$  remained weak.

Real gross domestic product exceeded the previous year's level by 2.4% in the first quarter. The favourable economic situation in the industrialised countries continued to be a mainstay of growth. In the wake of the Asian crisis, however, exports grew at a slower pace. By contrast, stronger stimuli emanated from domestic demand. This was reflected by the vigorous rise in imports. For the first time in two years employment figures topped the previous year's level, and the jobless rate continued to fall. Consumer prices remained stable in the first five months of the year.

### **General Meeting of Shareholders (p. 34)**

In his opening speech the President of the Bank Council, Jakob Schönenberger, dealt with structural change in the Swiss banking sector. The abolition of cartel practices and the slackening of economic activity at the end of the eighties made visible the unsound structures that had established

themselves in the economy and in the banking industry. A particularly serious factor was the drastic fall in real estate prices, which forced the banks, between 1991 and 1996, into massive write-offs on domestic loans and to make painful adjustments to their business policies. The rapid pace of change in the financial sector also poses considerable challenges for the responsible authorities.

The Chairman of the Governing Board, Hans Meyer, addressed the principal developments in the field of monetary policy. The economic recovery was still weak in 1997. The chief concern therefore was the development of exchange rates. The National Bank counteracted the appreciation of the Swiss franc set off by the crises in East Asia. The reform of the monetary constitution made considerable progress. The proposal for a new article on money and currency drawn up by the Federal Council met with a largely positive response. In the cash sector, the growing concentration of currency flows called for a reduction of cash processing centres to four locations. Following a new agreement with the Federal Council, the National Bank will increase its profit distribution in the period 1998–2002 to an annual CHF 1.5 billion.

### **Structural unemployment and inflation in Switzerland (p. 44)**

The structural (or natural) unemployment rate represents the rate that is free of inflationary or disinflationary pressures. This article tries to estimate the structural unemployment rate in Switzerland and to evaluate their utility for monetary policy. To this end, we apply two methods: the Beveridge curve and an expectations-augmented Phillips curve, which leads to the computation of the NAIRU. The estimates show a significant degree of uncertainty, which reduces their information content for the central bank. We nevertheless observe an increase in the level of structural unemployment since the mid-seventies. The increase was particularly pronounced during the last recession.

# Conclusions de politique monétaire

En Suisse, la reprise de la conjoncture s'est poursuivie au cours des premiers mois de l'année. Comme prévu, la crise asiatique a ralenti la progression des exportations. Le raffermissement graduel de la demande intérieure a cependant compensé les retombées de la crise asiatique sur la croissance. Le climat de consommation s'est fortement amélioré, et les entreprises ont davantage investi. Dans le domaine de la construction, la demande a commencé à décoller lentement, quittant ainsi son bas niveau. La demande intérieure a été stimulée par le repli que les taux d'intérêt à long terme ont marqué, vers la fin de 1997, à la suite de transferts massifs de capitaux hors des pays d'Asie de l'Est et de la baisse des anticipations inflationnistes à l'échelle mondiale. Le redressement du climat de consommation s'explique également par la sensible amélioration de la situation sur le marché du travail et par la légère hausse du revenu disponible des ménages. Au premier trimestre, l'emploi a progressé en comparaison annuelle, pour la première fois depuis deux ans, et le taux de chômage a nettement diminué dans toutes les régions du pays.

L'évolution positive de la conjoncture est allée de pair avec des prix à la consommation stables. Le haut degré de stabilité des prix a découlé non pas de facteurs particuliers, tels qu'un recul des prix pétroliers, mais d'une évolution très modérée des prix dans tous les groupes de biens. Les capacités encore inutilisées au sein de l'économie ne sont pas étrangères à cette modération; la marge à disposition pour des hausses de prix est en effet restreinte dans une telle situation. L'âpreté de la concurrence, tant sur le marché intérieur que sur les marchés internationaux, et les gains de productivité – dans l'industrie et les services – tempèrent eux aussi l'évolution des prix.

Au cours des derniers mois, la Banque nationale a veillé une fois encore à soutenir la reprise économique par sa politique monétaire. Ainsi, elle a fortement augmenté la dotation du marché monétaire en liquidités pour contrecarrer, pendant le mois de février, une revalorisation du franc. Cette mesure a porté ses fruits. En mars, le franc a nettement faibli face à toutes les monnaies européennes, et les liquidités supplémentaires ont pu être rapidement résorbées. Le franc s'est replié, alors que les taux d'intérêt ont quelque peu augmenté. En mai, les rémunérations à court terme et les taux à long terme ont approximativement retrouvé leur niveau de fin 1997. Sur le plan monétaire, les con-

ditions étaient toutefois un peu plus expansionnistes qu'en décembre 1997, le cours du franc ayant diminué en données pondérées par les exportations et en termes réels.

L'accroissement des liquidités, en février, a entraîné une expansion vive et passagère de la monnaie centrale désaisonnalisée. Il n'a en revanche pas eu de répercussions sur la masse monétaire  $M_3$ , qui répond à une définition large. La progression de cet agrégat a même enregistré un net ralentissement au premier trimestre. Pour la seconde moitié de l'année, la Banque nationale s'attend à une accélération de la croissance de la monnaie centrale et de  $M_3$ . Les dépenses de consommation plus élevées des ménages ainsi que la baisse, au début de 1998, des rémunérations servies sur les fonds d'épargne et du rendement des obligations fédérales devraient stimuler la demande de numéraire et d'autres actifs liquides. La Banque nationale estime que la monnaie centrale passera à 33,4 milliards de francs au troisième trimestre. Ainsi, l'agrégat devrait s'écarter un peu plus de son sentier de croissance à moyen terme. Cette prévision trimestrielle est cependant entachée d'une incertitude considérable, étant donné que le lancement de la nouvelle coupure de 1000 francs, en avril, pourrait avoir sur la circulation des billets des effets interférant avec ceux qui découlent de la conjoncture et des taux d'intérêt.

En dépit de l'accélération attendue de la progression des agrégats monétaires, la Banque nationale estime que sa politique monétaire est appropriée et qu'un resserrement des rênes ne s'impose pas. Elle s'attend à ce que le produit intérieur brut réel continue, dans le proche avenir, de croître à un rythme de 2%. L'accélération attendue de la croissance des agrégats monétaires ne menace pas la stabilité des prix. Elle ne sera probablement que temporaire, et la progression des agrégats devrait retrouver un rythme compatible avec la stabilité des prix à moyen et long terme. Un réexamen du cours actuel de la politique monétaire s'imposerait toutefois si, contre toute attente, l'activité économique devait s'accélérer fortement. Il convient toujours de suivre attentivement l'évolution du cours du franc.

## Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour la séance du 12 juin 1998

Le rapport a été approuvé le 28 mai 1998. 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

### Conjoncture globalement favorable dans les pays de l'OCDE

Au premier trimestre de 1998, la reprise conjoncturelle s'est poursuivie dans la zone de l'OCDE. La crise en Asie orientale a entraîné un ralentissement de la croissance des exportations dans les pays industrialisés. En revanche, la demande intérieure a gagné en vigueur, à la suite en partie du recul des taux d'intérêt en 1997. Ainsi, les répercussions de la crise asiatique sur l'Europe et sur les Etats-Unis sont restées jusqu'ici très limitées. Au Japon toutefois, la situation s'est considérablement détériorée.

Aux Etats-Unis, la croissance économique s'est inscrite à 3,7% au premier trimestre; elle est donc toujours supérieure de quelque 1,7 point au potentiel de croissance à long terme. De vigoureuses impulsions ont émané de la demande intérieure. Par rapport au trimestre précédent, les exportations ont augmenté beaucoup plus faiblement. Les indicateurs avancés annoncent un ralentissement de la croissance en cours d'année. Le tassement des exportations, la reconstitution plus lente des stocks et l'atténuation des effets positifs découlant des taux d'intérêt devraient freiner l'essor économique aux Etats-Unis.

Au Royaume-Uni, la conjoncture a perdu de sa vigueur au premier trimestre. La consommation privée a continué à croître fortement, mais la hausse des exportations et des investissements a marqué le

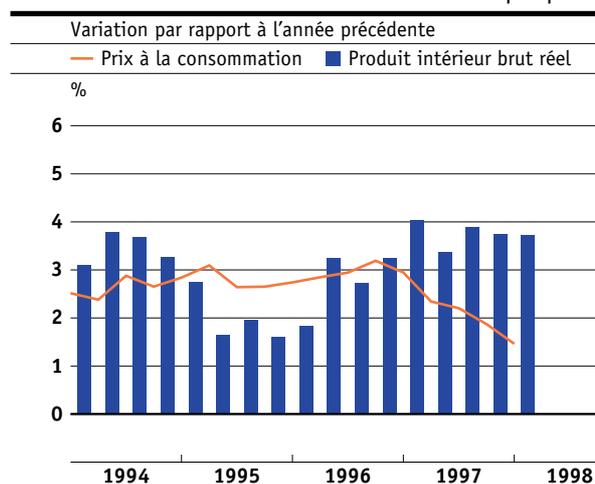
pas sous la pression de la revalorisation de la livre sterling et de la crise asiatique. La production industrielle a fléchi, et les entreprises ont porté un jugement encore plus pessimiste que précédemment sur les perspectives économiques.

Sur le continent européen, la demande intérieure s'est animée au premier trimestre. La reprise, qui était jusque-là soutenue essentiellement par les exportations, repose ainsi sur une assise plus équilibrée. Le climat de consommation a connu une sensible amélioration. Dans l'industrie par contre, les entreprises sont un peu plus pessimistes en ce qui concerne les exportations.

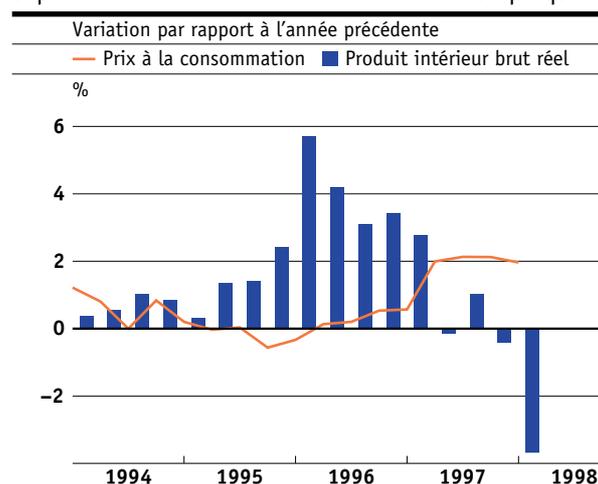
En Allemagne et en France, la consommation privée et les investissements en biens d'équipement ont progressé. Dans les deux pays, l'activité est toutefois restée morose dans la construction, et les exportations ont enregistré un tassement dans l'ensemble. En Italie, la croissance s'est ralentie au premier trimestre, en raison d'un affaiblissement de la demande étrangère. Les consommateurs et les producteurs tablent cependant sur une amélioration de la conjoncture.

Au Japon, le produit intérieur brut réel a sensiblement reculé au premier trimestre. Il s'inscrivait 3,7% au-dessous de son niveau de la période correspondante de 1997. Du fait de la crise en Asie de l'Est, les exportations n'ont augmenté que faiblement. Par contre, la consommation privée et les investissements ont fortement régressé. La demande intérieure a subi notamment les effets des difficultés persistantes du secteur financier. Pour stimuler la conjoncture, le gouvernement japonais a décidé en avril, dans le cadre d'un programme de relance

Etats-Unis Graphique 1



Japon Graphique 2



Source pour graphiques 1 et 2:  
Banque des Règlements Internatio-  
naux (BRI)

économique, de réduire les impôts et d'accroître les investissements publics.

La situation s'est légèrement améliorée sur le marché du travail européen. En effet, dans les pays de l'UE, le taux de chômage moyen a diminué pour s'établir à 10,3% au premier trimestre, un niveau inférieur de 0,5 point à celui de la période correspondante de 1997. Parmi les grands pays industrialisés, le Royaume-Uni a enregistré le plus fort recul du taux de chômage. En Allemagne, en France et en Italie, il n'a que faiblement diminué. Aux Etats-Unis, il a continué à se replier, passant à 4,3% en avril. Au Japon par contre, il a augmenté pour atteindre 3,6%.

## 1.2 Evolution monétaire

### Recul du renchérissement

La hausse des prix à la consommation s'est fortement ralentie dans la plupart des grands pays industrialisés. A l'exception du Royaume-Uni (3,5%) et du Japon (2,2%), tous les grands pays industrialisés ont enregistré, en mars, un renchérissement inférieur à 2%. Cette décélération est imputable essentiellement au recul des prix des matières premières. En moyenne des pays de l'OCDE, le renchérissement était de 2,1% au premier trimestre de 1998, contre 2,5% un trimestre auparavant et 2,7% pour l'ensemble de 1997.

En Europe, les taux d'intérêt à long terme ont reculé plus lentement au premier trimestre, alors qu'aux Etats-Unis, ils ont très légèrement augmenté. A la fin de 1997, les sorties massives de

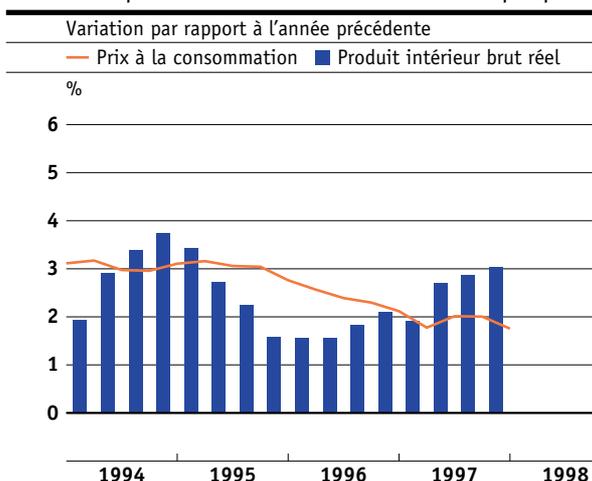
capitaux d'Asie orientale et la diminution des anticipations inflationnistes dans les pays industrialisés avaient déclenché un sensible mouvement de repli des taux d'intérêt.

L'environnement économique favorable, notamment le renchérissement peu élevé, la faible pression sur les salaires et le bas niveau des taux d'intérêt, a entraîné, au premier trimestre, une accélération de la hausse des cours des actions sur les marchés occidentaux; auparavant, une phase de stabilité avait été observée pendant plusieurs mois. Au Japon, les cours n'ont guère varié en raison des problèmes non résolus dans le secteur financier et de la crise en Asie orientale; ils s'inscrivaient à des niveaux inférieurs à ceux d'il y a un an.

### Politique monétaire toujours inchangée

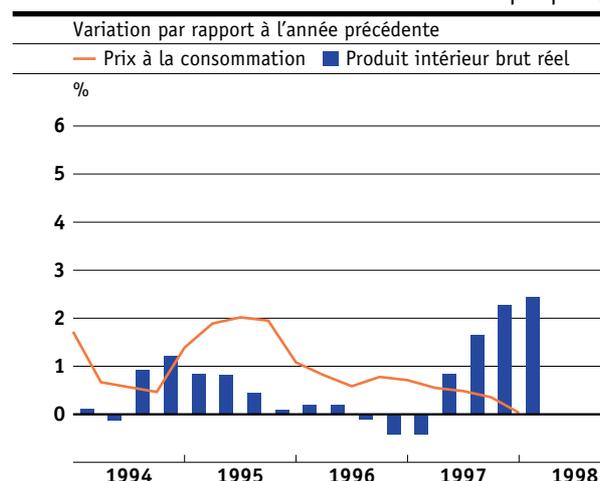
Malgré la vigoureuse croissance économique, la Réserve fédérale des Etats-Unis a laissé les taux d'intérêt à court terme inchangés au premier trimestre, étant donné qu'aucun danger inflationniste n'était perceptible. La Banque d'Angleterre, qui a relevé son taux directeur pour la dernière fois au début de novembre 1997, a cessé de durcir sa politique monétaire dès que les signes d'un ralentissement économique se sont multipliés. En Allemagne et en France, les autorités monétaires n'ont pas non plus modifié leur politique. Par contre, la Banque d'Italie et la Banque d'Espagne ont ramené leurs taux directeurs de 5,5% à 5% et de 4,5% à 4,25%, les rapprochant encore de la moyenne européenne. La Banque du Danemark a, quant à elle, resserré les rênes monétaires, au début de mai, pour soutenir sa monnaie.

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)

### **Nouvelles étapes franchies par l'UE en vue de la monnaie unique**

Les chefs d'Etat et de gouvernement de l'UE ont arrêté, lors du sommet qu'ils ont tenu début mai, la liste des pays qui formeront l'Union monétaire (UM) et qui adopteront la monnaie unique à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999. Parmi les quinze pays de l'UE, onze Etats participeront à l'UM, à savoir l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal. Le Danemark, la Grèce, le Royaume-Uni et la Suède n'en feront pas partie pour diverses raisons. Les parités bilatérales entre les monnaies des pays de l'UM ont également été fixées lors de ce sommet. Les taux de conversion des monnaies nationales avec l'euro seront définis au moment de l'introduction de celui-ci. Après de longues délibérations, les chefs d'Etat et de gouvernement ont nommé M. Wim Duisenberg, qui est actuellement à la tête de l'Institut monétaire européen, président du Directoire de la Banque centrale européenne.

## **1.3 Crise en Asie orientale**

### **Aggravation de la crise en Indonésie**

Depuis le début de l'année, la crise s'est aggravée en Indonésie. Les problèmes économiques, en particulier la hausse des prix, ont entraîné de graves troubles politiques. Le gouvernement indonésien s'est à plusieurs reprises opposé à l'application des mesures économiques exigées par le Fonds monétaire international (FMI). A la mi-avril, il a convenu avec le FMI d'adopter un train de mesures révisé. Par la suite, l'Indonésie a resserré sa politique monétaire pour stabiliser la roupie. Début mai, le Conseil d'administration du FMI lui a attribué une nouvelle tranche de crédit. La chute ininterrompue de la roupie a aussi posé des problèmes non négligeables à l'économie privée, en raison de son endettement élevé en monnaies étrangères. Des négociations en vue d'un rééchelonnement de la dette ont donc dû être entamées avec les créanciers.

### **Début des réformes en Thaïlande et en Corée du Sud**

Alors que les problèmes devenaient plus aigus en Indonésie, la Thaïlande et la Corée ont commencé à réformer, avec détermination, leurs économies sous la conduite du FMI. Dans ces deux pays, le dur-

cissement de la politique monétaire a contribué à ce que leurs monnaies, qui avaient subi des replis considérables au second semestre de 1997, se redressent quelque peu. Leurs balances commerciales se sont améliorées. Mais cette amélioration est due à la chute de leurs monnaies, qui a entraîné avant tout un fort recul des importations, les exportations n'ayant guère augmenté quant à elles.

## **1.4 Perspectives conjoncturelles**

### **Prévisions favorables de l'OCDE**

Dans ses prévisions du printemps, l'OCDE a brossé un tableau optimiste de l'évolution conjoncturelle dans ses pays membres. Pour 1998 et 1999, elle s'attend à une croissance économique moyenne de 2,4% et de 2,5% en termes réels, soit des taux à peine inférieurs aux estimations publiées en automne 1997. La crise en Asie orientale ne devrait avoir que des répercussions minimales sur la plupart des pays de l'OCDE. Aux Etats-Unis, l'expansion économique se ralentira probablement pour s'inscrire à 2,7% en 1998 et à 2,1% en 1999. En Europe en revanche, elle restera sans doute proche de 3% en moyenne. Selon les prévisions de l'OCDE, l'économie japonaise devrait stagner au premier semestre de 1998, puis redémarrer. Il faudra par contre un certain temps à la Corée pour surmonter la crise.

Grâce à la bonne conjoncture, l'emploi devrait progresser légèrement dans l'UE. Etant donné que la population active augmente elle aussi, la diminution du chômage demeurera faible. Mesuré au déflateur du produit intérieur brut, le renchérissement restera vraisemblablement bas dans la plupart des pays de l'OCDE.

	Croissance économique <sup>1</sup>			Renchérissement <sup>2</sup>			Taux de chômage <sup>3</sup>		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Union européenne	2,6	2,7	2,8	1,8	1,8	1,9	11,2	10,9	10,5
Allemagne	2,2	2,7	2,9	0,6	0,9	1,3	11,4	11,5	11,1
France	2,4	2,9	2,8	1,0	1,2	1,3	12,4	11,9	11,3
Royaume-Uni	3,3	1,7	1,8	2,6	2,5	2,6	6,9	6,8	7,2
Italie	1,5	2,4	2,7	2,6	2,5	2,1	12,3	12,0	11,8
Etats-Unis	3,8	2,7	2,1	2,0	1,6	1,8	4,9	4,8	5,0
Japon	0,9	-0,3	1,3	0,6	0,5	0,0	3,4	3,5	3,6
Suisse	0,7	1,5	1,8	0,1	0,5	1,2	5,2	4,5	4,1
OCDE	3,1	2,4	2,5	3,7	3,4	3,1	7,2	7,1	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, mai 1998

## 2 Evolution monétaire

### 2.1 Agrégats monétaires

#### Accélération de la croissance de la monnaie centrale en février

Au premier trimestre de 1998, la monnaie centrale désaisonnalisée a augmenté de 1,2% par rapport au trimestre précédent; elle dépassait ainsi de 2,1% le niveau observé un an auparavant. Sa croissance s'est accélérée de manière inattendue. La Banque nationale avait initialement prévu, pour le premier trimestre, un bas niveau de la monnaie centrale désaisonnalisée. L'écart par rapport à la prévision a atteint 434 millions de francs ou 1,3%. Il s'explique pour moitié environ par le fait que la Banque nationale a tenu, en février, à maintenir le marché monétaire liquide, étant donné la revalorisation du franc. Entre janvier 1997 et janvier 1998, les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale ont progressé de 14,4%. En février, leur expansion annuelle était de 25,1%. En mars, les avoirs en comptes de virements ont retrouvé un niveau normal.

Stimulée notamment par le léger repli du taux de l'épargne et par la reprise de la consommation privée, la demande de billets de banque a enregistré elle aussi une progression plus forte que prévu. Les billets en circulation n'ont toutefois augmenté que de 0,2% en comparaison annuelle.

L'écart entre la monnaie centrale désaisonnalisée et son sentier de croissance à moyen terme atteignait 4,6% en moyenne du premier trimestre, contre 3,6% au trimestre précédent et 4,4% en

avril 1998. La Banque nationale estime toujours que le déplacement de la demande de billets de 1000 francs, qui a été observé pour la première fois en 1995, amplifie le caractère expansionniste de la politique monétaire.

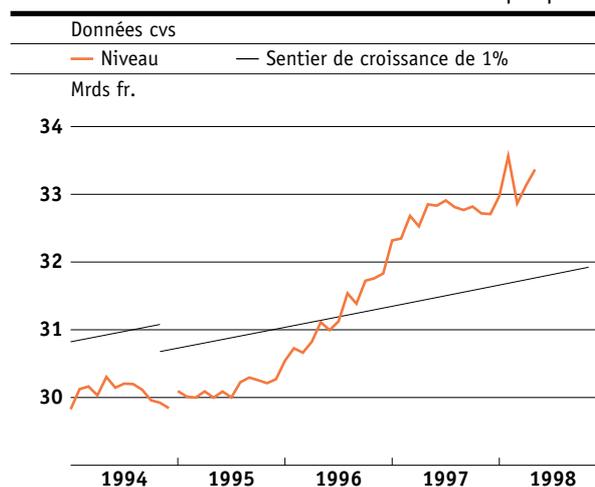
#### Faible croissance de $M_3$

Au premier trimestre, la masse monétaire  $M_3$ , qui est constituée du numéraire en circulation et des dépôts (dépôts à vue, dépôts d'épargne et dépôts à terme) du public dans les banques, ne dépassait que de 0,3%, en données corrigées des variations saisonnières, son niveau du quatrième trimestre de 1997. En comparaison annuelle, elle a augmenté de 1,8%, contre 6,9% au premier trimestre de 1997.

Alors que  $M_3$  n'a dans l'ensemble guère progressé, plusieurs de ses composantes ont enregistré, au premier trimestre, de très fortes variations dues à l'évolution des taux d'intérêt. D'un trimestre à l'autre, les dépôts à terme se sont réduits de 8,8%, en données désaisonnalisées, du fait du repli des rémunérations servies sur le marché monétaire. Les dépôts d'épargne n'ont quasiment pas varié (-0,4%). En revanche, tant les comptes postaux que les comptes de transactions ont augmenté d'environ 3%. Quant aux dépôts à vue dans les banques, ils se sont accrus de 9,3%, dépassant ainsi de 16,7% le niveau observé un an auparavant.

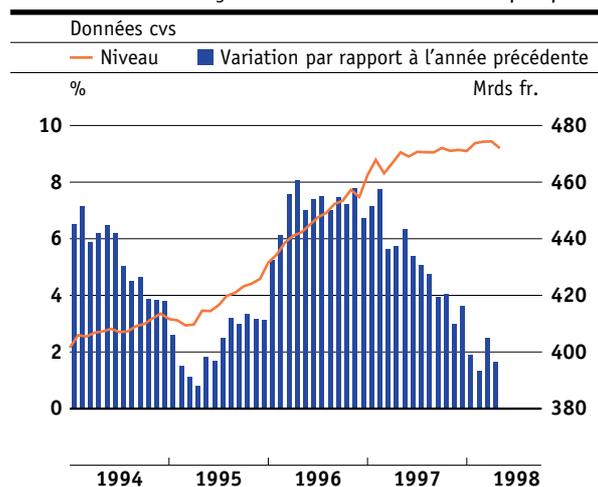
Du quatrième trimestre de 1997 au premier trimestre de 1998, l'expansion de la masse monétaire  $M_1$  s'est inscrite à 5,5%, après correction des variations saisonnières. Pendant la même période, l'agrégat  $M_2$ , qui est formé de  $M_1$  et des dépôts

Monnaie centrale Graphique 5



Depuis janvier 1995, les avoirs en comptes de virements sont constitués exclusivement des dépôts des banques en Suisse. Auparavant, ils incluaient quelques dépôts d'établissements qui ne sont pas soumis à la loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne.

Masse monétaire  $M_3$  Graphique 6



Source pour graphiques 5 et 6: BNS

	1996	1997	1997				1998		
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	avril	mai
Billets en circulation <sup>1</sup>	28,2	29,0	29,3	28,9	28,5	29,3	29,4	29,6	29,4
Variation <sup>2</sup>	2,4	2,8	4,2	2,8	2,3	1,7	0,2	2,2	1,5
Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	2,9	3,7	3,5	3,8	3,8	3,8	3,9	3,5	3,8
Variation <sup>2</sup>	14,1	26,5	30,5	35,1	26,9	15,6	12,4	-1,0	2,0
MC <sup>1,3</sup>	31,2	32,7	32,8	32,6	32,4	33,1	33,3	33,1	33,2
MCD <sup>1,4</sup>	31,2	32,7	32,4	32,7	32,8	32,7	33,1	33,1	33,4
Variation <sup>2</sup>	3,5	4,8	5,9	5,7	4,7	3,1	2,1	1,9	1,6
Variation <sup>5</sup>	5,0	3,1	8,8	6,2	4,5	3,1	4,8	2,9	3,8

Agrégats monétaires au sens large<sup>6</sup>

Tableau 3

	1996	1997	1997				1998	
			1er trim. <sup>p</sup>	2e trim. <sup>p</sup>	3e trim. <sup>p</sup>	4e trim. <sup>p</sup>	1er trim. <sup>p</sup>	avril <sup>p</sup>
Numéraire en circulation	2,6	3,3	5,3	4,1	3,2	0,8	-0,3	1,6
Dépôts à vue	15,6	14,9	13,1	17,5	17,9	11,9	16,7	12,5
Comptes de transactions	11,4	7,0	7,0	4,9	8,5	7,2	8,1	9,8
<b>M<sub>1</sub></b>	<b>11,7</b>	<b>10,1</b>	<b>9,5</b>	<b>10,6</b>	<b>12,0</b>	<b>8,3</b>	<b>10,8</b>	<b>9,8</b>
Dépôts d'épargne	12,1	4,0	3,6	4,1	4,5	3,7	2,1	0,4
<b>M<sub>2</sub></b>	<b>11,9</b>	<b>6,7</b>	<b>6,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>4,7</b>
Dépôts à terme	-9,6	-0,9	9,7	1,4	-7,8	-5,8	-16,0	-11,1
<b>M<sub>3</sub></b>	<b>6,9</b>	<b>5,2</b>	<b>6,9</b>	<b>5,9</b>	<b>4,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>

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

d'épargne, a progressé de 2,3%. Au trimestre précédent,  $M_1$  et  $M_2$  avaient encore diminué faiblement à la suite d'une hausse des taux d'intérêt. En comparaison annuelle,  $M_1$  a augmenté de 10,8%, et  $M_2$ , de 6,1%.

## 2.2 Crédits et marché des capitaux

### Stagnation des crédits à des débiteurs suisses

A fin mars 1998, les crédits bancaires dépassaient de 3% leur niveau de fin décembre 1997 et de 7,2% celui de fin mars 1997. Les crédits à des débiteurs domiciliés à l'étranger – ces prêts sont pour la plupart libellés en monnaies étrangères et représentent un tiers environ du total des crédits – se sont accrus de 27,8% en comparaison annuelle; cette expansion s'explique en partie par les fluctuations des cours de change. Par contre, les crédits à des débiteurs suisses, qui sont libellés principalement en francs, ont stagné.

Les divers types de crédits à des débiteurs domiciliés en Suisse ont évolué de manière inégale. Alors que les prêts hypothécaires ont augmenté de 2,7% entre mars 1997 et mars 1998, les autres créances sur la clientèle ont diminué de 5,5%. Comme précédemment, les crédits de construction ont reculé sensiblement; en comparaison annuelle, les limites se sont repliées de 18,7%, et les montants utilisés, de 20,5%. D'autres indicateurs annoncent toutefois une amélioration de la conjoncture dans la construction. La contradiction entre la diminution des crédits de construction et d'autres

indicateurs avancés s'explique vraisemblablement par le degré plus élevé d'autofinancement et par les coûts de construction plus bas.

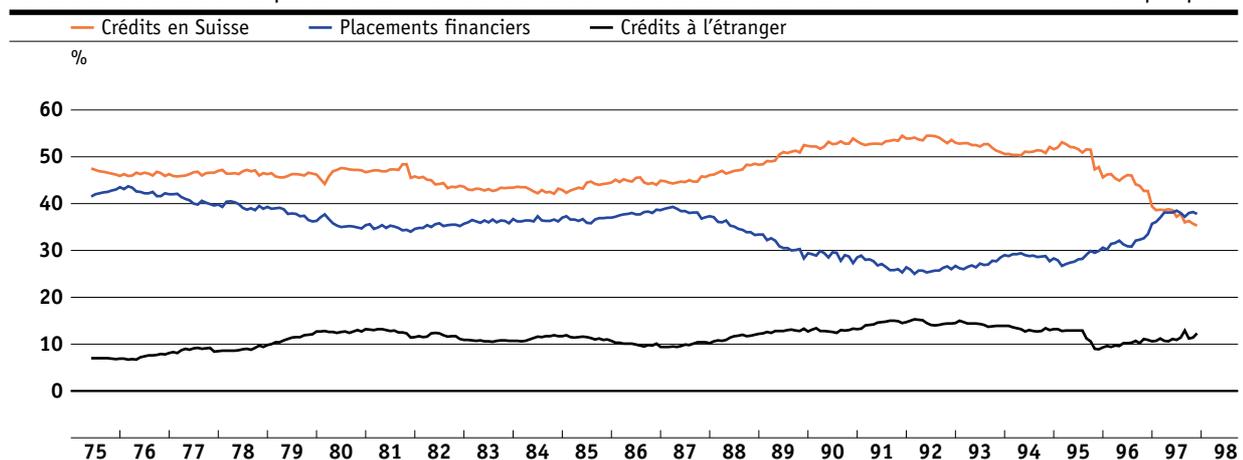
La croissance des crédits ayant été inférieure à celle des agrégats monétaires répondant à des définitions larges, les actifs financiers des banques (liquidités, opérations interbancaires, papiers monétaires et titres) ont augmenté. Dans le cycle conjoncturel, les actifs financiers exercent une fonction de tampon entre les afflux de fonds de la clientèle et les octrois de crédits. A fin mars, ils dépassaient de 19,2% le niveau observé un an auparavant. Au cours du seul premier trimestre, ils se sont accrus de 10,2%. Ainsi, les actifs financiers atteignaient de nouveau 42% de la somme des bilans à fin mars; lors de l'hiver 1991/92, cette part était tombée temporairement à moins de 30%.

### Forte activité sur le marché des capitaux

Les nombreuses émissions observées au premier trimestre sur le marché des capitaux s'expliquent par l'évolution favorable des taux d'intérêt. Le prélèvement net opéré sur le marché suisse des capitaux par des émissions d'emprunts et d'actions a été une nouvelle fois sensiblement supérieur au niveau enregistré un an auparavant (+92%). Les emprunts obligataires de débiteurs suisses ont joué un rôle dominant dans ce vigoureux accroissement. Les débiteurs suisses ont émis en effet des emprunts pour un montant net de 7,1 milliards de francs, contre 1,3 milliard à la période correspondante de l'année précédente. Le prélèvement net opéré sur le marché des capitaux par des débiteurs

Parts des crédits et des placements financiers à la somme des bilans bancaires

Graphique 7



Source: BNS

	1996	1997	1997				1998
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
<b>Emprunts et actions, total</b>							
Valeur d'émission <sup>1</sup>	60,8	61,7	15,9	15,1	17,1	13,7	22,3
Conversions/remboursements	42,0	32,9	9,0	7,5	8,2	8,3	9,0
Recours net	18,9	28,8	6,9	7,6	8,9	5,4	13,3
<b>Emprunts obligataires suisses</b>							
Valeur d'émission <sup>1</sup>	23,3	24,3	6,3	6,2	5,9	6,0	11,5
Conversions/remboursements	22,7	17,6	4,9	5,3	3,5	3,8	4,4
Recours net	0,6	6,8	1,3	0,9	2,3	2,2	7,1
<b>Actions suisses</b>							
Valeur d'émission <sup>1</sup>	1,5	2,9	0,1	1,2	1,1	0,6	0,1
Remboursements	1,6	3,0	0,2	0,3	2,0	0,5	0,5
Recours net	-0,1	-0,1	-0,1	0,9	-0,9	0,1	-0,4
<b>Emprunts obligataires étrangers<sup>2</sup></b>							
Valeur d'émission <sup>1</sup>	36,0	34,5	9,5	7,7	10,1	7,1	10,7
Remboursements	17,6	12,4	3,8	1,9	2,6	4,0	4,1
Recours net <sup>3</sup>	18,4	22,1	5,7	5,8	7,5	3,1	6,6

1 Selon la date de libération

2 Sans les emprunts  
en monnaies étrangères

3 Sans les conversions

étrangers a lui aussi augmenté, passant durant la même période de 5,7 milliards à 6,6 milliards de francs.

Tant dans le compartiment suisse que dans le segment étranger, les émissions se sont concentrées sur les emprunts ordinaires (straights), qui ont bénéficié des rendements plus bas et de la fermeté du franc. En outre, 96 % des emprunts ont été offerts en souscription publique. Les placements privés, qui représentaient encore environ 20 % des émissions d'emprunts un an auparavant, ont donc fortement reculé.

Dans le domaine des actions, les volumes d'affaires sont restés relativement modestes sur le marché primaire. Les remboursements ont été supérieurs aux émissions, comme au premier trimestre de 1997.

## 2.3 Taux d'intérêt

### **Légère remontée des taux d'intérêt sur le marché monétaire....**

Après s'être repliés entre novembre 1997 et février 1998, les taux des dépôts en francs sur le marché monétaire sont remontés d'un demi-point environ au cours des trois mois suivants. Le taux de l'argent au jour le jour était de 1,5 % en moyenne en mai, contre près de 0,8 % en février. Durant la même période, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a augmenté de 0,5 point pour s'inscrire à 1,5 % également, et le rendement à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération a passé de 0,9 % à 1,5 %. Ainsi, les rémunérations à court terme étaient de nouveau supérieures au taux officiel de l'escompte, qui est resté inchangé à 1 %. En février, les taux à court terme étaient descendus temporairement au-dessous du taux officiel de l'escompte.

Depuis le 20 avril, la Banque nationale conclut des prises et des mises en pension de titres («repo») parmi les opérations destinées à la gestion du marché monétaire. En moyenne du mois de mai, elle a ainsi mis 6 milliards de francs à la disposition du marché. Pour de telles créances d'une durée d'une semaine, le taux moyen s'est inscrit à moins de 1,4 %.

Sur l'euro-marché, les rémunérations des dépôts en marks et en dollars n'ont que faiblement progressé entre février et mai. Les écarts entre ces taux d'intérêt et les rémunérations des dépôts en francs suisses ont par conséquent diminué d'environ

0,4 point. La rémunération des dépôts à trois mois en marks et celle des dépôts correspondants en dollars ne dépassaient plus que de 2,1 points et de 4,1 points le taux appliqué aux fonds en francs.

### **...et sur le marché des capitaux**

Sur le marché des capitaux, les rendements des obligations ont atteint leur niveau le plus bas en février, puis ont augmenté modérément entre mars et mai. Le rendement moyen des obligations fédérales s'est accru, passant de 2,7 % à 3 %. Ainsi, la structure des taux d'intérêt, mesurée à l'écart entre le rendement des obligations à long terme et la rémunération des créances comptables à trois mois sur la Confédération, est restée presque inchangée.

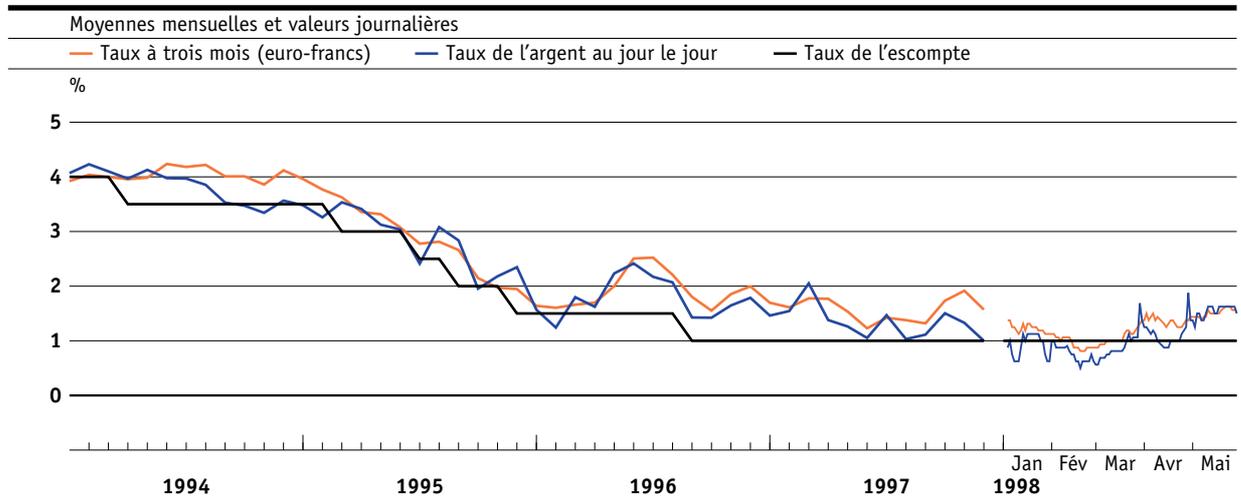
De février à mai, les banques cantonales ont maintenu à 4 % les taux variables qu'elles appliquent aux nouvelles hypothèques en premier rang, mais ramené de 4,3 % à 4,2 % les taux correspondants pour les anciennes hypothèques. La rémunération servie sur les dépôts d'épargne ordinaires a elle aussi reculé; elle n'était plus que de 1,4 % en mai, contre 1,6 % en février. Dans les banques cantonales, le taux moyen des nouvelles obligations de caisse émises pour des durées comprises entre deux et huit ans a continué de reculer pour s'inscrire à 2,4 % en avril; il est ensuite remonté à 2,6 % en mai.

### **Ecarts de rendements plus faibles par rapport à l'étranger**

Aux Etats-Unis, les rendements des obligations ont progressé, entre mars et mai, à un rythme légèrement moins rapide qu'en Suisse. L'écart entre le rendement des titres d'Etat américains d'une durée résiduelle de dix ans et celui des obligations fédérales ayant une durée résiduelle moyenne équivalente a fléchi de 0,3 point pour s'établir à 2,6 points. L'écart entre les rendements allemands et suisses correspondants a quant à lui passé de 2,2 points à 2 points.

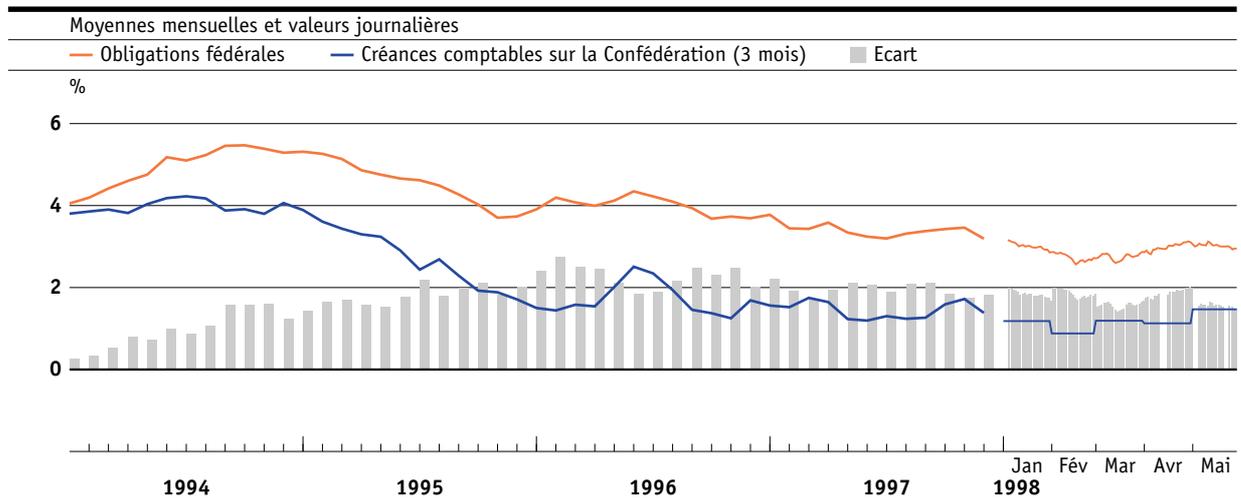
### **Poursuite de la hausse des actions**

De fin février à fin mai, les cours des actions ont continué à augmenter à la Bourse suisse. Le Swiss Performance Index (SPI) a enregistré une hausse de 8 %. Les cours des titres bancaires se sont accrus de 17 %; une fois encore, leur augmentation a été plus forte que celle des actions industrielles (+5 %). En mai, le SPI dépassait de 51 % le niveau observé un an auparavant.



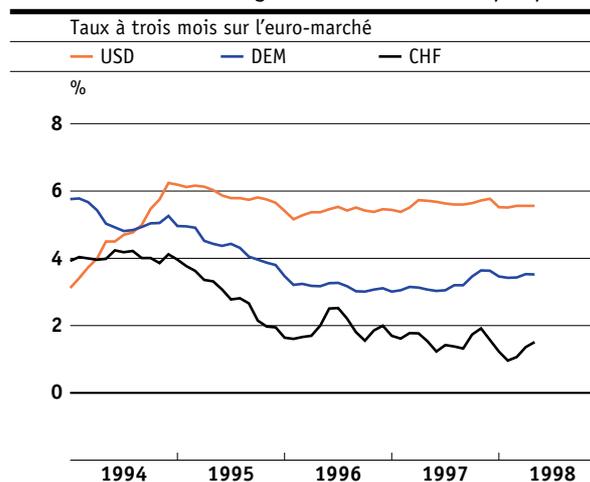
Rendement des obligations et structure des taux d'intérêt

Graphique 9



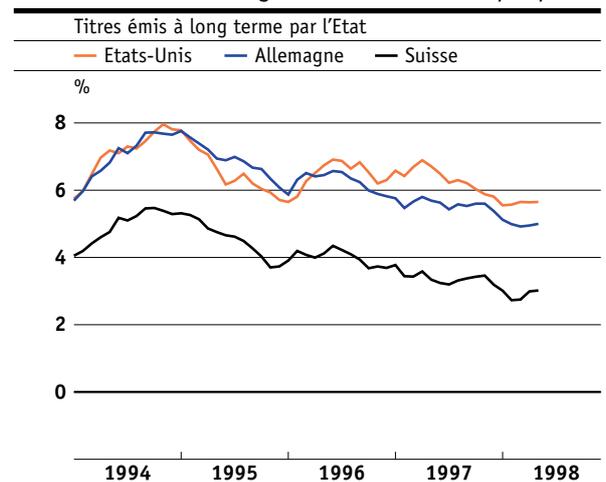
Taux d'intérêt à l'étranger

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

### Revalorisation du dollar

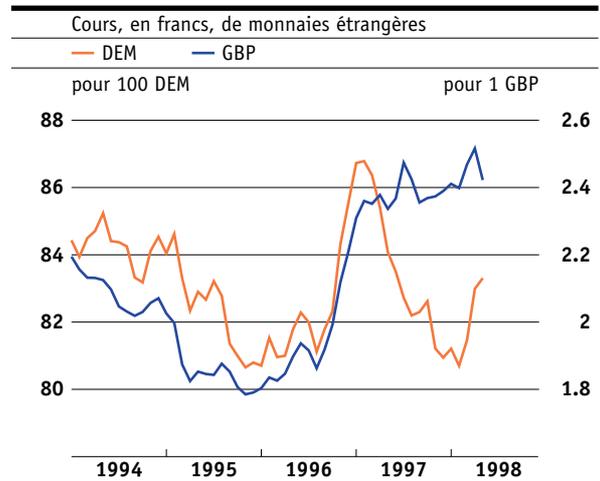
La croissance économique toujours robuste aux Etats-Unis a entraîné une nouvelle revalorisation du dollar au premier trimestre. Après avoir regagné du terrain grâce à la stabilisation de la situation monétaire en Asie orientale, la monnaie nipponne a de nouveau faibli du fait des sombres perspectives conjoncturelles au Japon et de l'insécurité persistante dans le secteur bancaire. Au premier trimestre, le mark allemand a subi des pressions à la baisse, alors que la livre sterling a continué à se raffermir.

### Repli du cours du franc

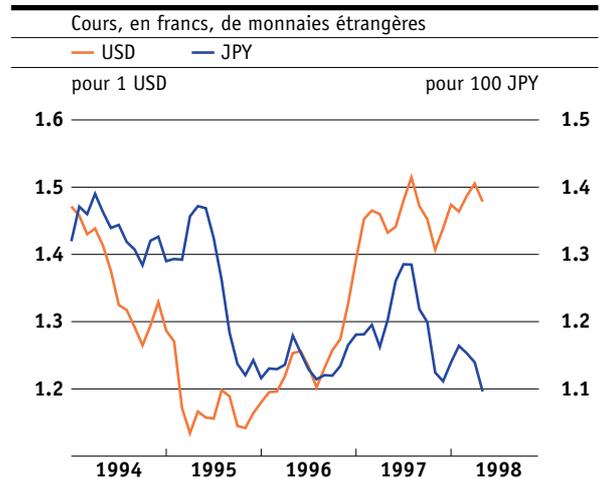
Le franc s'est revalorisé, au début de l'année, à la suite des turbulences qui ont secoué les marchés financiers de l'Asie de l'Est. Il a ensuite de nouveau fléchi sensiblement par rapport à la plupart des monnaies importantes. Anticipée depuis un certain temps déjà, la décision de mettre en place l'Union monétaire à onze membres n'a pas influé sur le cours du franc. A fin mai, le cours du mark allemand s'établissait à fr. 82,75. Ainsi, le franc a cédé 2% face à la monnaie allemande depuis le début de l'année. Durant la même période, il est resté stable vis-à-vis du dollar des Etats-Unis et de la livre sterling, mais s'est raffermi de plus de 3% par rapport au yen.

En termes réels, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, a fléchi de 2,3% entre janvier et avril; elle ne dépassait plus que de 0,2% son niveau d'avril 1997. Face au mark allemand, le franc a cédé 2,2%, en termes réels, entre janvier et avril; sa revalorisation en un an était encore de 1,7%. En termes réels toujours, le franc a perdu 7,7% vis-à-vis de la livre sterling et 4% face au dollar américain.

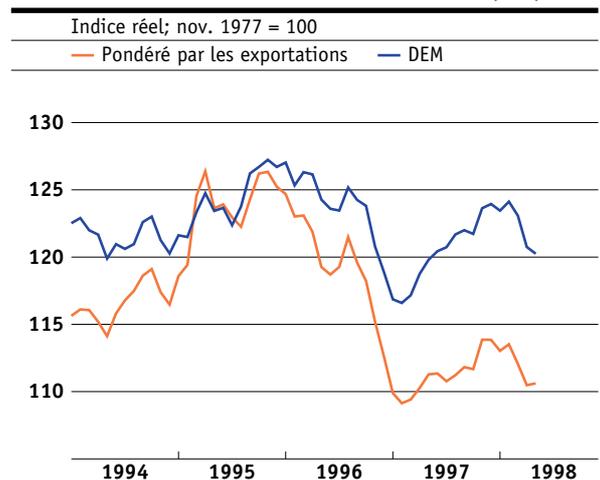
Cours de change Graphique 12



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

#### **Poursuite de la reprise conjoncturelle**

En Suisse, la reprise économique a continué au premier trimestre de 1998. Elle a reposé sur la demande intérieure, davantage que précédemment, mais aussi sur les exportations. Progressant au même rythme qu'au trimestre précédent, le produit intérieur brut réel dépassait de 2,4% le niveau de la période correspondante de 1997. En taux annualisé, sa croissance a atteint 1,9%.

Les exportations de biens et de services ont perdu en dynamisme, à la suite du fort recul des ventes aux pays de l'Asie de l'Est et de l'atténuation graduelle des effets positifs résultant de la faiblesse du franc suisse en 1996. En revanche, la demande intérieure s'est animée. Sa contribution à la croissance économique a passé de 0,5 point au quatrième trimestre de 1997 à 1,1 point au premier trimestre de 1998 (sans les stocks). Cette augmentation est due essentiellement au redressement des investissements en biens d'équipement. En données corrigées des variations saisonnières, les investissements en constructions se sont légèrement repliés par rapport à la période précédente et étaient ainsi toujours inférieurs au niveau observé un an auparavant. En comparaison annuelle, l'expansion des exportations s'est ralentie d'un trimestre à l'autre, alors que celle des importations a marqué une accélération. Le commerce extérieur n'a donc plus contribué à la croissance du produit intérieur brut réel.

La reprise conjoncturelle a été accompagnée d'une hausse notable de la production industrielle. Au premier trimestre, cette dernière était en effet supérieure de 11,3% à son niveau de la période correspondante de 1997, contre 8,9% au quatrième trimestre. Le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie, établi sur la base de l'enquête que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ mène chaque mois, a toutefois reculé de 1 point par rapport à la période précédente pour s'inscrire à 84,7%. Ce recul est, pour l'essentiel, imputable à l'extension sensible des capacités techniques.

Selon les résultats du test conjoncturel, il semble que l'essor devrait se stabiliser dans l'industrie suisse. L'indicateur de la marche des affaires a

cessé d'augmenter à partir du dernier trimestre de 1997; il est cependant demeuré à un niveau satisfaisant, aussi bien dans les entreprises axées sur le marché intérieur que dans celles qui sont à vocation exportatrice. La hausse des entrées de commandes provenant de Suisse s'est quelque peu accélérée, notamment dans le textile et dans l'alimentation, les boissons et le tabac. Par contre, la demande émanant de l'étranger a accusé un léger ralentissement de sa progression, évolution qui a également été observée du côté de la production. Si les entreprises qui travaillent sur le marché intérieur ont annoncé une croissance un peu plus soutenue de leur production, les entreprises exportatrices ont quant à elles tout juste pu maintenir leur rythme d'expansion. Dans l'ensemble, les carnets de commandes n'ont que peu progressé depuis le début de l'année; toutes les branches, à l'exception de l'industrie chimique, ont estimé qu'ils n'étaient toujours pas assez étoffés. Les stocks de produits finis sont restés inchangés à un niveau approprié. A la suite du raffermissement de la demande, les bénéfices des entreprises se sont améliorés au premier trimestre. Les prix de vente ont toutefois été de nouveau réduits tant en Suisse que sur les marchés étrangers.

#### **Ralentissement de la reprise au deuxième trimestre**

Le fait que la reprise économique a reposé sur la demande intérieure dans une mesure plus forte que précédemment a influé également sur les attentes relatives à la marche des affaires dans les mois à venir. Pour le deuxième trimestre, voire jusqu'à la fin du troisième, les entreprises fortement axées sur l'étranger ne prévoient qu'une faible progression des commandes. En revanche, celles qui produisent essentiellement pour le marché suisse tablent sur un léger raffermissement de la demande. Une petite majorité s'attend, en outre, à une expansion de la production. En Suisse comme sur les marchés étrangers, les prix de vente devraient plutôt rester un peu orientés à la baisse. A court terme, aucun danger inflationniste n'émanera donc de l'offre.

**Produit intérieur brut**

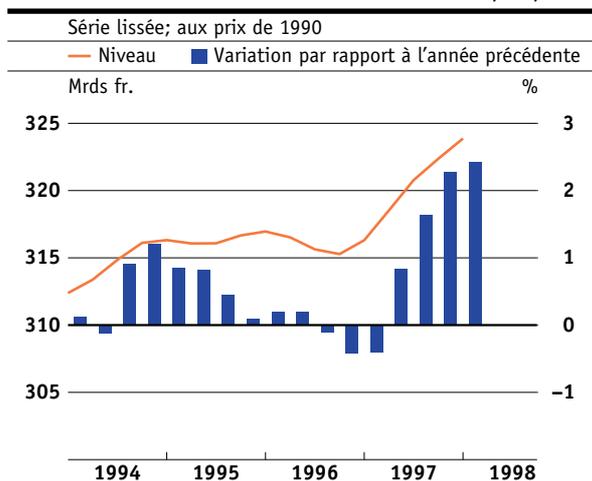
Tableau 5

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

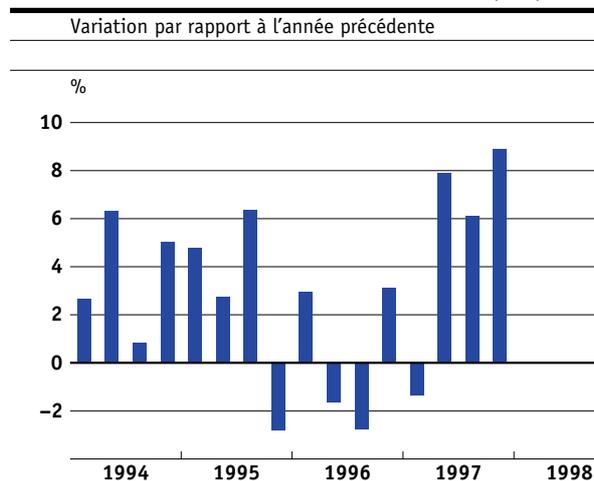
	1996	1997	1997				1998
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Consommation privée	0,3	0,5	-0,4	0,6	0,5	1,2	0,8
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	6,0
Formation de capital fixe	-0,7	-0,2	-0,6	0,0	0,5	-0,7	0,3
Constructions	-0,9	-0,5	-0,6	-0,7	-0,5	-0,4	-0,2
Biens d'équipement	0,2	0,3	0,0	0,7	1,0	-0,3	0,5
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>
Stocks	0,2	0,3	-0,6	0,2	0,4	1,2	3,5
Exportations, total	1,0	3,2	0,5	3,4	3,9	4,9	3,8
<b>Demande globale</b>	<b>1,0</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>6,7</b>	<b>8,5</b>
Importations, total	-1,0	-2,7	0,6	-3,2	-3,5	-4,4	-6,0
<b>PIB</b>	<b>0,0</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>

Sources: OFS et OFDE

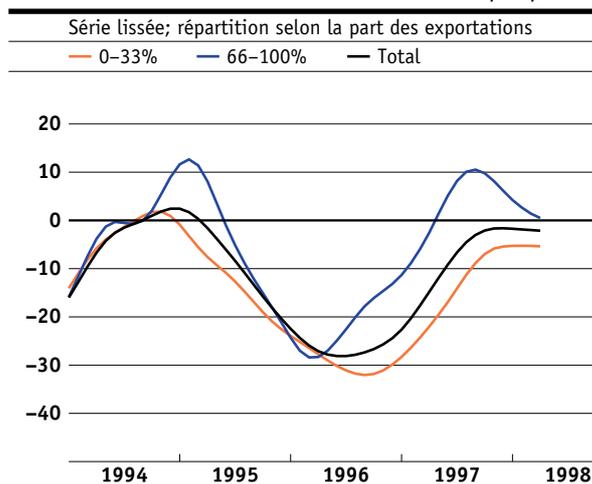
Produit intérieur brut Graphique 15



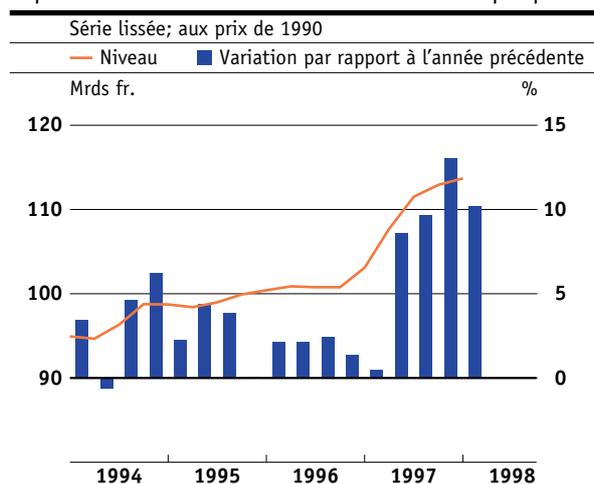
Production industrielle Graphique 17



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

### Croissance moins soutenue des exportations

Le dynamisme du commerce extérieur s'est quelque peu essoufflé en Suisse. Pour la première fois depuis une année, les exportations de biens ont marqué un net recul d'un trimestre à l'autre, en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables. Toutefois, elles dépassaient toujours de 7,4% leur niveau de la période correspondante de 1997. La sensible diminution de la demande en provenance des pays d'Asie orientale est le principal facteur de ce tassement des exportations. Sans cette baisse, la croissance des livraisons à l'étranger aurait été supérieure de 2,5 à 3 points.

Passant de 12,2% à 2,4% en un trimestre, la croissance des exportations de biens de consommation a connu un net fléchissement. L'industrie horlogère, qui exporte quelque 25% de sa production en Asie orientale, a enregistré une réduction de 5,4% en comparaison annuelle; durant la seconde moitié de 1997, les ventes à l'étranger de cette branche s'étaient encore accrues légèrement. Les exportations de l'alimentation, des boissons et du tabac ont elles aussi régressé. Le recul des fournitures à l'étranger de produits pharmaceutiques a également mis un frein aux exportations dans l'industrie chimique.

Les exportations de biens d'équipement, de matières premières et de produits semi-finis ont de

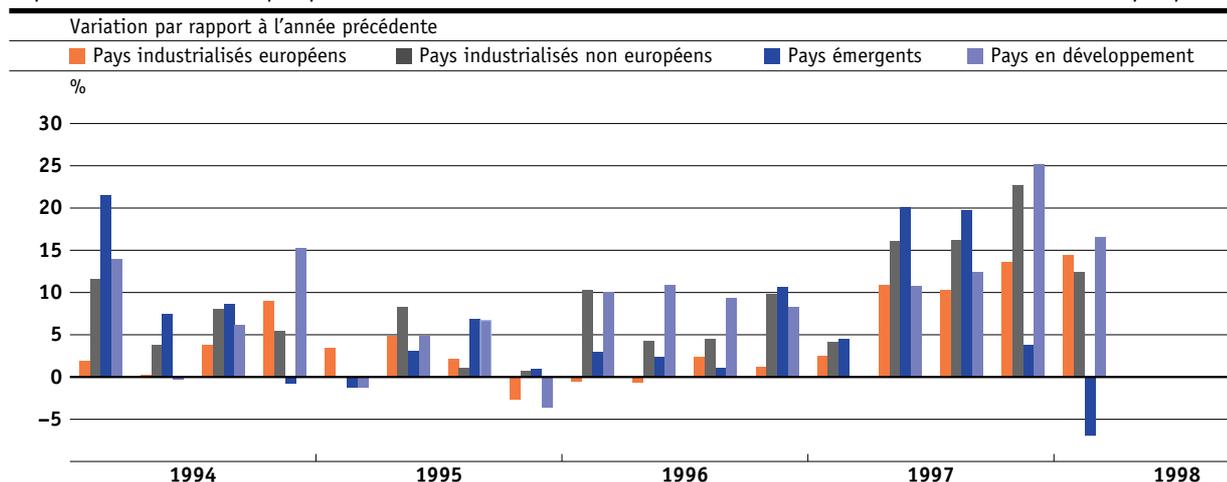
nouveau enregistré une vive progression (10%), qui a été particulièrement forte dans l'industrie des machines et dans l'électronique.

### Raffermissement de la demande en provenance d'Europe

Les exportations ont été dopées par l'augmentation de la demande émanant des pays européens. En valeur et en données non corrigées des jours ouvrables, les livraisons aux pays industrialisés d'Europe ont crû dans une mesure supérieure à la moyenne (13%). Les ventes en forte progression à la France, à l'Italie, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, pays qui absorbent environ 27% de l'ensemble des exportations suisses, ont sensiblement contribué à cette évolution. Plusieurs partenaires commerciaux de plus petite taille – l'Espagne, l'Irlande et la Suède – ont également enregistré des taux de croissance vigoureux de leurs achats. Les livraisons à l'Allemagne, qui est de loin le partenaire le plus important de la Suisse, ont par contre connu une évolution un peu moins dynamique. Par rapport au quatrième trimestre de 1997, la croissance des exportations vers les pays industrialisés non européens a diminué de moitié, à la suite du tassement des fournitures aux Etats-Unis. La progression des exportations vers ce pays a en effet passé de 32% au quatrième trimestre à 12,5% au trimestre suivant. Les ventes au Japon, qui s'étaient raffermies en 1997, ont elles aussi crû à un rythme nettement moins élevé.

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

**Exportations, selon l'utilisation des marchandises en termes réels<sup>1</sup>**  
Variation en % par rapport à l'année précédente<sup>2</sup>

Tableau 6

	1996 <sup>3</sup>	1997	1997				1998 1er trim.
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Total	2,1	7,7	-1,6	7,9	9,8	12,6	10,7
Matières premières et produits semi-finis	1,8	10,2	2,0	13,7	13,1	11,5	13,3
Biens d'équipement	2,7	7,8	-1,3	7,8	10,5	13,2	13,7
Biens de consommation	1,6	5,1	-5,1	3,2	5,8	12,2	5,7
Valeurs moyennes à l'exportation	0,3	3,7	5,1	4,3	3,3	2,1	-0,1

**Importations, selon l'utilisation des marchandises en termes réels<sup>1</sup>**  
Variation en % par rapport à l'année précédente<sup>2</sup>

Tableau 7

	1996 <sup>3</sup>	1997	1997				1998 1er trim.
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Total	1,5	6,4	0,9	8,9	3,6	9,2	9,7
Matières premières et produits semi-finis	-2,4	9,6	1,0	13,4	10,9	13,0	14,3
Biens d'équipement	1,7	5,6	-2,7	8,4	5,2	10,5	15,0
Biens de consommation	4,2	2,3	-3,5	4,4	11,0	6,2	9,1
Valeurs moyennes à l'importation	-0,2	5,4	6,1	4,1	5,0	3,0	-3,9

**Balance des transactions courantes soldes en milliards de francs**

Tableau 8

	1996 <sup>p</sup>	1997 <sup>4</sup>	1997 <sup>4</sup>				1998 <sup>4</sup> 1er trim.
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Biens	1,2	-0,5	-0,9	-0,3	-0,5	1,2	-1,1
Commerce spécial	1,9	0,3	-0,7	-0,2	-0,4	1,6	-0,8
Services	15,6	17,7	5,0	4,0	4,5	4,1	5,4
Tourisme	1,8	1,8	1,2	0,0	0,4	0,2	1,2
Revenus du travail et des capitaux	14,3	17,5	4,5	4,4	4,7	4,0	4,7
Revenus des capitaux	21,3	24,2	6,2	6,1	6,3	5,6	6,4
Transferts courants	-4,7	-4,4	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1
<b>Total de la balance</b>	<b>26,4</b>	<b>30,3</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,3</b>	<b>7,9</b>

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

p Chiffres provisoires

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

### **Effondrement de la demande des pays émergents d'Asie**

Au premier trimestre, les exportations vers les pays émergents ont diminué de 6,3% par rapport à la période correspondante de 1997. Cette évolution est due au repli massif des fournitures aux pays de l'Asie orientale (-22%), et plus particulièrement de celles à la Corée du Sud (-62%). La part des ventes à ces pays s'est élevée au premier trimestre à 5,8% du total des exportations suisses de biens, soit à un niveau nettement inférieur à la moyenne de 1997 (8%). Ce fort repli n'a pas pu être compensé par la très vive expansion des ventes aux pays émergents d'Amérique du Sud. Les fournitures aux pays en transition ont également enregistré une hausse marquée, alors que la croissance des exportations vers les pays en développement s'est ralentie sensiblement.

### **Importations de biens soutenues par la vigoureuse demande intérieure**

Au premier trimestre, les importations de biens ont diminué légèrement en volume ainsi qu'en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables. En comparaison annuelle, elles ont encore augmenté de 7,1% (quatrième trimestre de 1997: 9,2%). Les achats à l'étranger d'agents énergétiques ont reculé de près d'un tiers, du fait d'un effet de base, par rapport au premier trimestre de 1997. Les achats à l'étranger d'huiles minérales avaient considérablement progressé il y a un an, à la suite de l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur l'imposition des huiles minérales. Les huiles minérales en stock, qui étaient jusque-là exemptes de droits de douane ou bénéficiaient d'un traitement de faveur, ont en effet toutes été recensées au mois de janvier de 1997. Les importations des trois autres catégories de biens ont crû au même rythme environ qu'au trimestre précédent. En données corrigées des jours ouvrables, les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ont augmenté de 11% et ceux de biens d'équipement et de consommation, de respectivement 11,7% et 5,8%. Les importations de machines et d'ordinateurs ont continué à hausser fortement. Du côté des biens de consommation, les importations de biens durables, tels que les voitures, les meubles et les ustensiles ménagers, ont enregistré une croissance particulièrement vive.

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les hausses des prix à l'exportation et à l'importation se sont ralenties sensiblement. Cela est dû, pour

l'essentiel, à la baisse des prix du pétrole ainsi que, dans une moindre mesure, à la légère revalorisation du franc. Au premier trimestre de 1998, les prix à l'importation ont diminué de près de 4% en comparaison annuelle, alors qu'ils avaient progressé de près de 6% entre le premier trimestre de 1996 et la période correspondante de 1997. Après avoir crû de 5,1% du premier trimestre de 1996 à la période correspondante de 1997, les prix à l'exportation étaient, au premier trimestre de 1998, au même niveau qu'un an auparavant.

### **Hausse de l'excédent de la balance des transactions courantes**

Au premier trimestre, tant les exportations que les importations de biens ont augmenté de 10% en valeur par rapport à la période correspondante de 1997. Ainsi, le déficit de la balance commerciale s'est légèrement creusé en l'espace d'une année pour s'inscrire à 0,8 milliard de francs. Le solde actif de la balance des services a passé de 5 milliards à 5,4 milliards de francs. Une fois encore, les commissions encaissées par les banques se sont inscrites en forte hausse. Quant au solde actif des revenus de facteurs, il a augmenté de 0,2 milliard, passant à 4,7 milliards de francs, du fait de produits plus élevés tirés du placement de capitaux. Ainsi, l'excédent de la balance des transactions courantes a atteint 7,9 milliards de francs, contre 7,5 milliards au premier trimestre de 1997; sa part au produit intérieur brut nominal s'est établie à 8,6%.

### 3.3 Investissements

Les investissements se sont animés au premier trimestre de 1998. Du côté des investissements en biens d'équipement, un net regain de dynamisme a été observé. Dans la construction, le recul a faibli. En données corrigées des variations saisonnières, les investissements ont donc progressé légèrement d'un trimestre à l'autre. Ils s'inscrivaient en outre 1,5% au-dessus de leur niveau de la période correspondante de 1997.

#### Reprise amorcée dans la construction

En données corrigées des variations saisonnières, les investissements en constructions n'ont enregistré qu'un faible recul du quatrième trimestre de 1997 au premier trimestre de 1998. Ils étaient ainsi inférieurs de 2,3% à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. La reprise naissante a notamment été visible du côté des livraisons de ciment, dont la croissance a passé de 2,5% au quatrième trimestre de 1997 à 7,8% au premier trimestre de 1998. Observée dans l'ensemble du secteur de la construction, la reprise a cependant été plus forte dans la construction de logements.

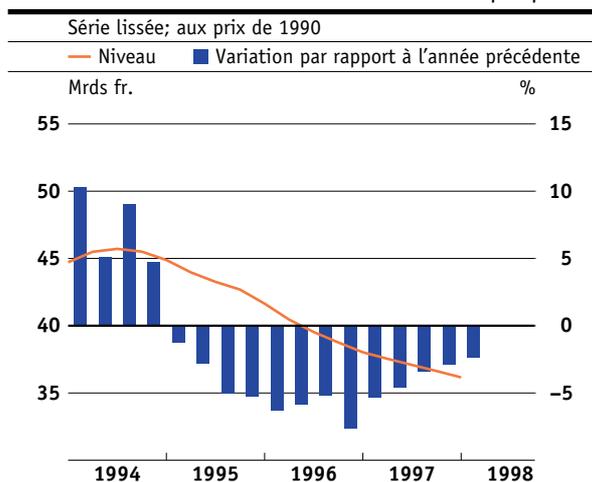
Dans la construction de logements, les entrées de commandes ont marqué une hausse considérable par rapport au premier trimestre de 1997. Les carnets de commandes ont quant à eux presque stagné. Tant les entrées que les carnets de commandes ont haussé à un rythme moins soutenu dans la construction publique. Dans la construction

d'immeubles industriels et artisanaux, les carnets de commandes se sont encore réduits.

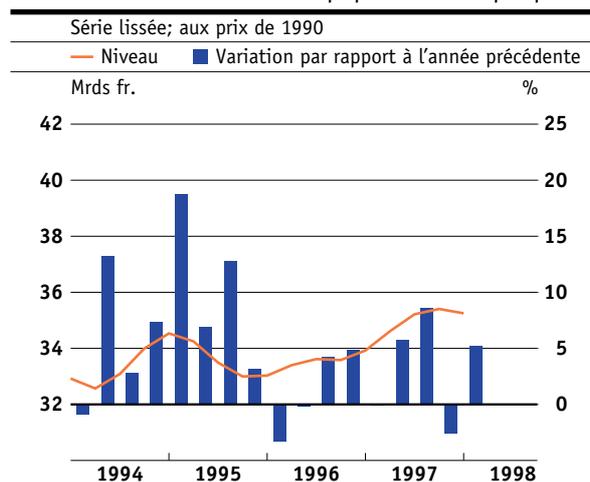
Les résultats des enquêtes menées dans l'industrie et dans la construction, effectuées toutes les deux par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, confirment ce renversement graduel de tendance. L'indicateur de la marche des affaires dans l'industrie de la pierre et de la terre a de nouveau progressé de manière sensible et s'est établi à un niveau presque satisfaisant. L'amélioration de la situation n'est pas spectaculaire dans le secteur principal de la construction, mais pour la première fois depuis l'introduction de l'enquête dans la construction (fin 1994), les entrepreneurs escomptent une hausse des entrées de commandes pour les trois à six mois à venir. Il tablent sur un ralentissement de la chute des prix et ne prévoient plus qu'un nombre restreint de licenciements. Dans le bâtiment, les résultats étaient meilleurs et les attentes plus optimistes que dans le génie civil.

Selon l'indice des prix calculé par Wüest & Partner, la demande devrait se stabiliser sur le marché de l'immobilier. Les loyers des appartements et des bureaux ont cessé de diminuer, malgré une offre en hausse de quelque 10% au premier trimestre. Une faible augmentation des prix a même été observée du côté des maisons familiales et des appartements en propriété par étages.

Investissements en constructions Graphique 20



Investissements en biens d'équipement Graphique 21



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

## Expansion des investissements en biens d'équipement

Au premier trimestre, les investissements en biens d'équipement ont augmenté à un rythme accéléré en données corrigées des variations saisonnières; ils ont progressé de 5,2% par rapport au trimestre correspondant de 1997. Cette évolution est imputable tant à la hausse du taux d'utilisation des capacités de production qu'à l'amélioration des bénéfices des entreprises.

Les importations de biens d'équipement ont augmenté un peu plus rapidement qu'au quatrième trimestre de 1997, puisque leur taux d'expansion a atteint 11,7%. La demande de biens d'équipement produits en Suisse a enregistré une croissance particulièrement vive. Il ressort de l'enquête trimestrielle que la Société suisse des constructeurs de machines a mené auprès de ses membres que les entrées de commandes de la clientèle suisse ont été supérieures de 19,2% à leur niveau du premier trimestre de 1997. Le chiffre d'affaires en Suisse s'est accru de 2,3%.

## 3.4 Consommation

### Reprise moins forte de la consommation

Stimulées par une nouvelle amélioration du climat de consommation et par la faible augmentation des revenus réels disponibles, les dépenses réelles de consommation ont encore progressé, en données corrigées des variations saisonnières, du

quatrième trimestre de 1997 au premier trimestre de 1998. La croissance a toutefois été moins forte qu'au trimestre précédent. Elle s'est inscrite à 1,3%, après avoir marqué un ralentissement en comparaison annuelle.

En termes réels, les chiffres d'affaires du commerce de détail étaient inférieurs de 1,9% à ceux observés au premier trimestre de 1997. Ce recul s'explique principalement par le fait que les ventes toujours importantes de la semaine de Pâques ont été enregistrées, cette année, au deuxième trimestre. Durant les quatre premiers mois de 1998, les chiffres d'affaires dépassaient de 1,2% leur niveau de la période correspondante de 1997.

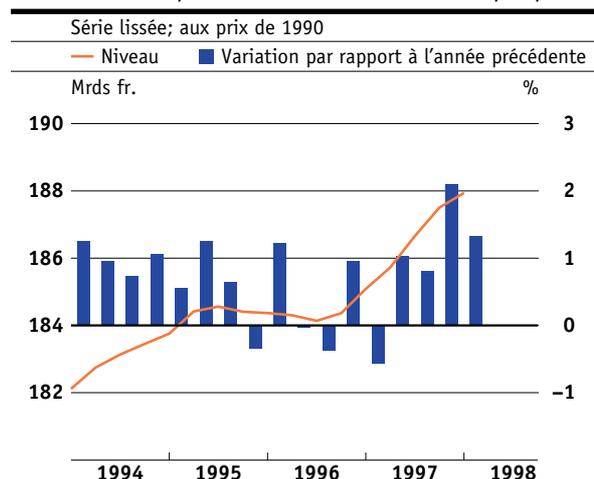
Au premier trimestre, les ventes de produits alimentaires, de boissons et de tabac ainsi que d'articles d'habillement et de textiles n'ont pas atteint leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Les achats de biens durables, tels que les voitures et les meubles, ont en revanche vivement augmenté. La reprise s'est aussi poursuivie dans l'hôtellerie, où le nombre des nuitées de la clientèle suisse a progressé de 1,2% par rapport au premier trimestre de 1997.

Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les détaillants portent un jugement positif sur la marche des affaires au premier trimestre. Pour les prochains trois mois, ils s'attendent à des chiffres d'affaires en hausse et envisagent d'accroître leurs achats en conséquence.

### Nette amélioration du climat de consommation

Les résultats de l'enquête menée par l'Office fédéral du développement économique et de l'emploi (OFDE) indiquent eux aussi un raffermissement de la demande de consommation. Après avoir stagné au quatrième trimestre de 1997 en raison, notamment, des retombées de la crise asiatique et, partant, de l'incertitude sur l'évolution économique, l'indice du climat de consommation a sensiblement progressé en avril. La conjoncture a été jugée de manière beaucoup plus optimiste, mais les ménages demeurent prudents quant à l'évolution de leur situation financière. Ils portent une appréciation un peu plus favorable sur la sécurité de l'emploi et considèrent que le moment est devenu nettement plus opportun pour effectuer des achats d'une certaine importance.

Consommation privée Graphique 22



Graphique 22: Estimations trimestrielles, annualisées. Source: OFDE

## 4.1 Emploi

**Nouvelle légère amélioration de l'emploi**

Au premier trimestre, la situation s'est améliorée sur le marché du travail. Le nombre des personnes occupées a augmenté de 0,6% en données corrigées des variations saisonnières. Pour la première fois depuis le milieu de 1995, il a marqué une hausse en comparaison annuelle, puisqu'il a progressé de 0,8%. De son côté, l'emploi à temps partiel s'est accru de 2,4%. Sa part à l'emploi global a ainsi progressé pour atteindre près de 25%. Une répartition par secteur économique montre que le nombre des personnes occupées n'a guère diminué dans l'industrie et la construction, alors qu'il s'est élevé de 1,3% dans les services.

D'importants indicateurs semblent annoncer que la demande de main-d'oeuvre va encore croître. Tant l'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux, que le nombre des places vacantes ont augmenté au premier trimestre. Dans ce nombre figurent également les emplois offerts dans le cadre de programmes d'occupation. D'après les résultats de l'enquête menée dans l'industrie par le Centre de recherches conjoncturelles, les effectifs du personnel ne sont plus jugés trop élevés que dans quelques entreprises. Le nombre des heures supplémentaires effectuées a continué de s'accroître pour atteindre un niveau qui n'avait plus été observé depuis 1995.

L'effectif des chômeurs a diminué en données corrigées des variations saisonnières, passant de 175 300 en décembre à 150 900 en avril. Le taux de chômage a reculé en conséquence de 0,6 point pour s'établir à 4,2%. En Suisse alémanique, il s'inscrivait à 3,7%, contre 4,1% en décembre. En Suisse romande, il était de 5,6%, soit en repli de 0,9 point. Après avoir stagné en 1997, le taux de chômage a aussi commencé à régresser au Tessin. En avril, il se chiffrait à 7%. Une répartition par branches montre que la restauration demeure la plus fortement frappée par le chômage. La construction et le commerce ont eux aussi affiché des taux de chômage élevés. En mai, le taux de chômage désaisonnalisé a continué à reculer pour s'inscrire à 4%.

Le nombre des personnes qui sont restées moins de six mois sans travail a enregistré le plus net repli. Amorcée au quatrième trimestre de 1997, la légère diminution du chômage de longue durée s'est poursuivie durant les trois premiers mois de 1998.

Le nombre des demandeurs d'emploi a reculé également. En données corrigées des variations saisonnières, il s'établissait à 227 400 en avril 1998, contre 242 400 au quatrième trimestre de 1997. Ce nombre englobe les chômeurs recensés, mais aussi les personnes qui participent à des programmes d'occupation ou suivent des cours de perfectionnement, celles qui ont un contrat de travail limité ou effectuent une école de recrues et sont à la recher-

Marché du travail données brutes

Tableau 9

	1996	1997	1997				1998		
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	avril	mai
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel <sup>1</sup>	-0,3	-1,6	-1,9	-2,2	-1,4	-1,1	0,8	-	-
Personnes occupées à plein temps <sup>1</sup>	-1,0	-1,8	-2,3	-2,1	-1,6	-1,3	0,3	-	-
Taux de chômage <sup>2,3</sup>	4,7	5,2	5,7	5,3	5,0	4,9	4,8	4,2	3,9
Chômeurs <sup>3</sup>	168,6	188,3	204,7	191,7	180,2	176,7	174,9	153,9	142,4
Demandeurs d'emploi <sup>3</sup>	206,7	244,1	247,1	244,5	240,9	243,8	244,0	230,2	221,9
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail <sup>3</sup>	13,1	6,6	14,8	6,4	2,2	3,0	5,6	4,0	-
Places vacantes annoncées <sup>3</sup>	5,6	9,6	7,4	10,5	10,4	10,1	12,9	14,4	14,9

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)

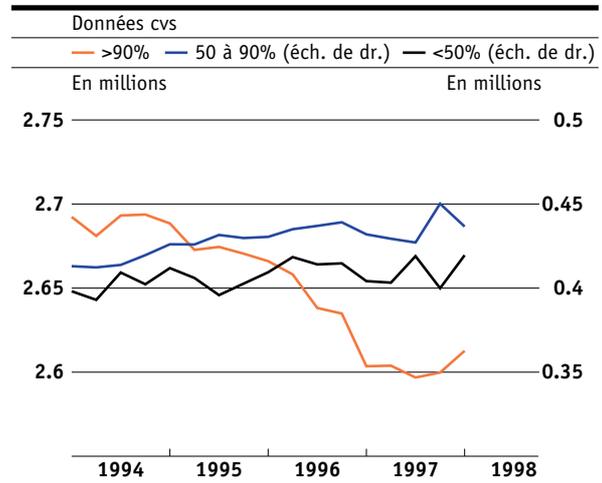
3 En milliers; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles.

Sources: OFDE et OFS

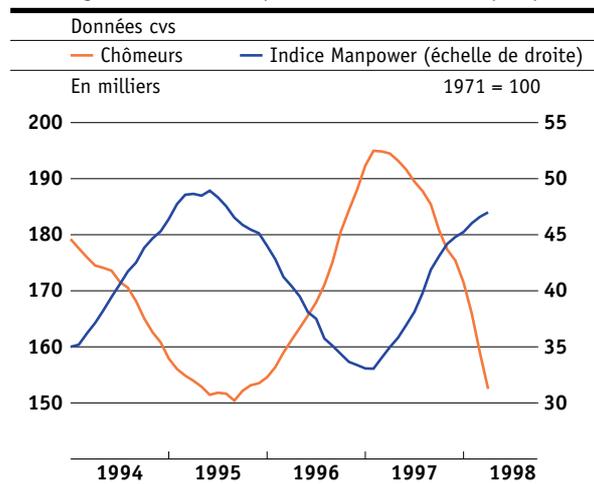
che d'un emploi. L'OFDE estime que 33% des demandeurs d'emploi participent à des programmes d'occupation ou suivent des cours de perfectionnement; ainsi, 45% d'entre eux perçoivent un revenu intérimaire.

Le chômage partiel a poursuivi son net mouvement de repli. Le nombre des personnes occupées selon un horaire de travail réduit était de 2400 en avril, contre 3700 en décembre et 7000 un an auparavant. En l'espace d'une année, les heures perdues en raison du chômage partiel ont aussi diminué sensiblement. La construction, l'industrie du bois et le domaine des conseils, de la planification et de l'informatique ont été les branches les plus fortement touchées par les réductions de l'horaire de travail.

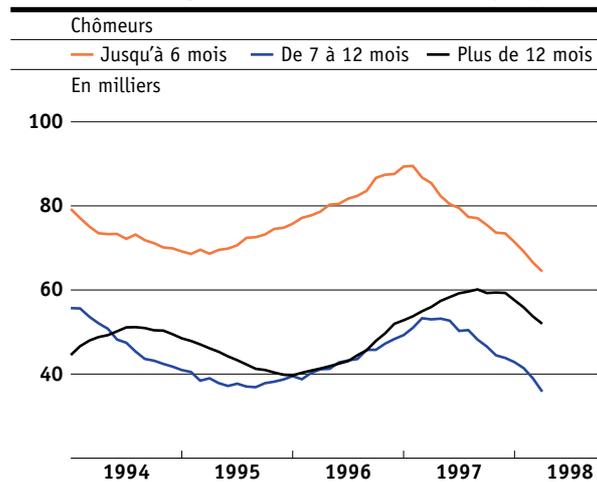
Personnes occupées Graphique 23



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

#### Prix stables au premier trimestre...

Les prix à la consommation sont restés stables au premier trimestre; trois mois auparavant, ils avaient haussé de 0,4%. Une telle stabilité avait été observée pour la dernière fois à fin 1986. La baisse des prix pétroliers a contribué à ce repli du renchérissement. Abstraction faite des produits pétroliers, l'indice des prix à la consommation aurait augmenté en effet de 0,3%.

Les prix des marchandises sont demeurés à leur niveau du premier trimestre de 1997, après une hausse de 0,6% au quatrième trimestre de 1997. Les prix dans l'alimentation et les boissons, mais aussi dans l'habillement et les chaussures se sont accrus en un an. Cette augmentation a été compensée par la baisse de 8,7% des prix des produits pétroliers.

Dans les services privés, le renchérissement a diminué légèrement, passant de 0,3% au quatrième trimestre à 0,2% au premier trimestre. Cela est dû essentiellement aux loyers, qui sont restés stables depuis le mois de novembre 1997. Les prix des services publics ont une nouvelle fois baissé de 0,5%, ceux des télécommunications ayant reculé le plus nettement, soit de 10,5%.

Une compensation s'est opérée entre le renchérissement des marchandises et services importés et celui des marchandises et services suisses. Si le premier s'est inscrit à -0,6% en moyenne du fait de la baisse des prix du pétrole, le second était de 0,2%.

#### ...mais aussi en avril et en mai

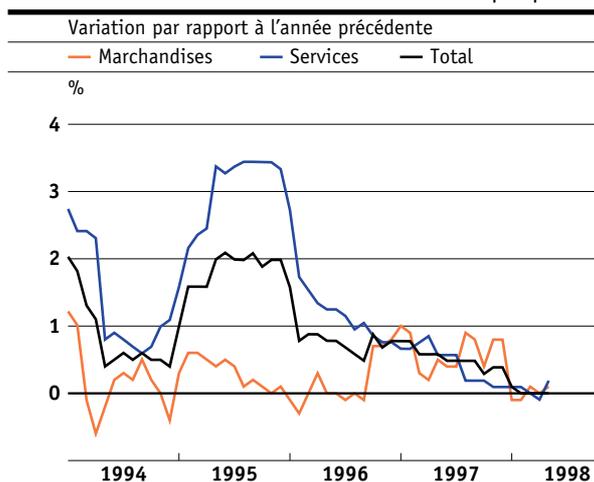
Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement était égal à 0% en avril et à 0,1% en mai. Les prix des marchandises ont été stables. Ceux des services privés ont haussé de 0,1% et de 0,3%, alors que ceux des services publics ont régressé de 0,8%.

### 5.2 Prix de l'offre totale

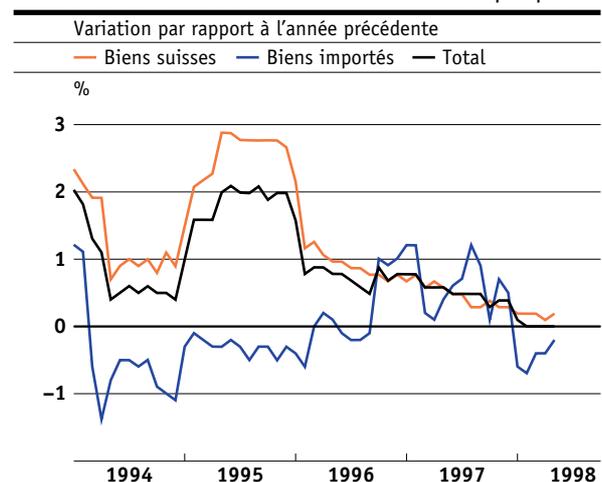
#### Nouveau léger repli des prix à la production

Au premier trimestre, l'indice des prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) était inférieur de 0,2% au niveau du trimestre correspondant de 1997. Il avait augmenté de 0,9% au quatrième trimestre. Les prix à la production, qui sont orientés à la baisse depuis le milieu de 1995, ont diminué de 0,6%, soit dans une plus forte mesure qu'au dernier trimestre de 1997. Le repli le plus marqué (-2%) a été enregistré dans les

Prix à la consommation Graphique 26



Prix à la consommation Graphique 27



Source pour graphiques 26 et 27:  
OFS

matières premières. Pour ce qui est des produits semi-finis et des biens d'équipement, les prix ont également régressé. De leur côté, ceux des biens de consommation n'ont quasiment pas varié.

#### Faible hausse des prix à l'importation

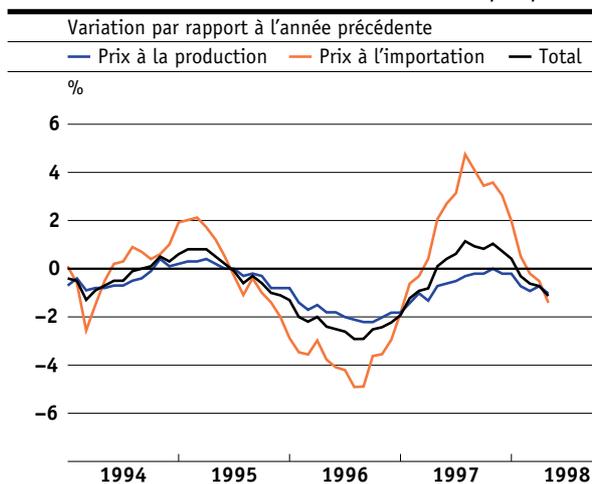
L'augmentation des prix à l'importation s'est ralentie sensiblement. Au premier trimestre, l'indice des prix à l'importation ne dépassait plus que de 0,8% le niveau de la même période de 1997. La hausse des prix des matières premières importées s'est tassée nettement, et celle des prix des produits semi-finis, légèrement. Quant aux prix des biens d'équipement, ils n'ont que faiblement reculé.

nombre de logements inoccupés restant élevé, peu de changements devraient intervenir ces prochains mois sur le plan des loyers. Les prix du pétrole se sont inscrits nettement au-dessous de leur niveau observé un an auparavant et, partant, exerceront dans les prochains mois également un effet modérateur sur le renchérissement de la consommation et de l'offre totale.

### 5.3 Perspectives en matière de renchérissement

Le renchérissement devrait rester à un bas niveau dans les mois à venir. L'Office fédéral de la statistique (OFS) s'attend à ce que les négociations salariales de l'automne prochain débouchent sur de très faibles hausses des salaires réels. Il ne faut donc guère escompter, de ce côté-là, une pression sur les prix des biens suisses. En ce qui concerne les prix des services, les mesures de dérégulation prises dans le domaine des télécommunications et la stabilité des loyers vont freiner le renchérissement. Le

Prix de l'offre totale Graphique 28



Source: OFS

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

Jakob Schönenberger, président du Conseil de banque

Berne, le 24 avril 1998

# Introduction

Dans le domaine bancaire, les mutations structurelles ont marqué une nouvelle accélération en Suisse avec l'annonce de la fusion de l'Union de Banques Suisses et de la Société de Banque Suisse. Contrairement aux bouleversements observés au début des années quatre-vingt-dix, cette fusion revêt une dimension qui dépasse les frontières de notre pays. La vive concurrence régnant sur les marchés internationaux incite non seulement des entreprises industrielles, mais aussi les grandes banques suisses à adapter continuellement leurs structures. Les effets de la mondialisation des marchés font l'objet d'intenses discussions. Il est évident que vouloir se reposer sur ses lauriers n'est un gage de succès ni pour les entreprises ni pour la politique économique.

## 1 Les mutations structurelles au sein du secteur bancaire suisse – Une rétrospective

Nous sommes trop souvent enclins à surestimer l'importance du présent et du proche avenir. Un bref regard sur le passé peut nous aider à garder de justes proportions en ce qui concerne les mutations structurelles dans les banques suisses.

En dépit de tous les bouleversements, les tâches que les banques remplissent pour l'économie sont restées fondamentalement les mêmes: offrir des possibilités de placements, procurer des fonds aux entreprises et aux ménages ainsi que fournir des prestations dans le trafic des paiements et la gestion de fortune. Les relations étroites que les banques suisses entretiennent avec l'étranger sont elles aussi une constante. Les premiers banquiers privés déployaient déjà leurs activités à l'étranger et non sur le marché intérieur des crédits, lequel n'offrait guère un terrain propice aux banques du fait de l'abondance des capitaux dans l'ancienne Confédération. Les succès obtenus aujourd'hui encore par les banquiers privés montrent que la Suisse est depuis fort longtemps la patrie de banques aspirant à étendre toujours plus leurs activités sur le plan international.

L'industrialisation, au 19<sup>e</sup> siècle, a engendré une forte demande de capitaux. Elle a aussi permis une hausse des revenus, d'où le besoin, du côté de la population, de disposer de formes de placements

sûrs, liquides et bien rémunérés. Cette constellation a favorisé le développement de nombreux établissements financiers qui, aujourd'hui encore, marquent de leur empreinte le secteur bancaire suisse. A l'époque déjà, les petites et moyennes entreprises se plaignaient d'un manque de crédits. Les bons résultats obtenus par les banques cantonales, hypothécaires, coopératives et populaires prouvent que les opérations avec le grand public peuvent être tout à fait rentables en Suisse. Si la situation est aujourd'hui différente, la cause doit en être cherchée plutôt du côté d'un déséquilibre dû à des surcapacités. Je ne vois pas pour quelle raison les opérations bancaires traditionnelles que sont les dépôts et les crédits ne devraient pas, à la longue, être bénéficiaires dans l'une des nations industrielles les plus riches du monde.

Une véritable rupture a été observée dans les années trente. De nombreuses banques n'ont pas résisté aux chocs de la grande dépression, et l'Etat a alors mis en place de nouvelles conditions-cadres pour le secteur financier. La stratégie libérale adoptée en matière de surveillance bancaire s'est révélée bénéfique; conjuguée à la bonne conjoncture économique des années cinquante et soixante, elle a été à la base d'une période de forte croissance pour les banques suisses. L'implantation dans notre pays, à cette époque, de nombreuses banques étrangères montre l'attrait exercé par la place financière suisse. Simultanément, les grandes banques ont entamé une phase d'expansion de leurs opérations internationales, phase qui, en dépit parfois de revers, se poursuit aujourd'hui encore.

Sur le marché suisse, l'expansion des banques s'est achevée abruptement à la fin des années quatre-vingt. Le démantèlement de pratiques cartellaires et l'affaiblissement de la conjoncture ont mis au jour des structures malsaines qui s'étaient formées au sein de l'économie et du secteur bancaire. Le système des crédits en Suisse, qui repose comme nul autre au monde sur la garantie hypothécaire, a subi de plein fouet la chute des prix dans l'immobilier. Après la fermeture des guichets de la Caisse d'Epargne et de Prêts de Thoune, une vague de restructurations a entraîné la disparition de près d'une centaine d'établissements bancaires. A de rares exceptions près, ces restructurations se sont déroulées sans recours à des fonds publics. Entre 1991 et 1996, les banques ont opéré, pour l'essentiel par leurs propres moyens, des amortissements atteignant le montant considérable de 42 milliards de francs sur leurs crédits à la clientèle suisse.

Parmi les établissements les plus touchés figurent naturellement ceux dont l'activité porte principalement sur les crédits à la clientèle suisse et dont la structure des produits est peu diversifiée. L'adaptation aux conditions régnant sur le marché a exigé de douloureuses corrections dans la politique commerciale. Grâce à ces adaptations, la plupart des banques cantonales et régionales peuvent elles aussi regarder aujourd'hui l'avenir avec un certain optimisme.

Les restructurations ont eu en outre de lourdes répercussions sur le personnel bancaire. Après des années de forte expansion, maintes banques ont dû réduire sensiblement leur personnel. Ces réductions d'effectifs se sont faites en grande partie par des départs naturels et des mises à la retraite anticipée, si bien que les licenciements ont été relativement peu nombreux. Le personnel, qui avait bénéficié pendant des années de la forte croissance dans ce secteur, a ressenti profondément les effets de ce renversement de tendance.

## 2 Perspectives

A l'avenir, le système financier se transformera encore sous l'influence des changements économiques, technologiques, légaux et réglementaires. La fusion de deux grandes banques ne signifie pas la fin des mutations structurelles pour la place financière suisse. De nouvelles formes de distribution pour les services financiers, le rôle croissant du marché des capitaux pour le recueil et le placement de fonds ainsi que de nombreuses autres évolutions, en partie imprévisibles, contraindront les banques suisses à adapter leurs activités aux conditions toujours en mouvement sur les marchés. Les établissements qui seront en mesure de répondre aux besoins en constante évolution de leur clientèle, sans toutefois négliger la question des coûts et des risques, tireront le mieux leur épingle du jeu. Pour les grandes banques en particulier, cela peut impliquer une tendance accrue à l'internationalisation des activités. Pour d'autres établissements bancaires, une politique axée sur une bonne connaissance des particularités locales et sur la proximité sera peut-être la plus prometteuse.

Le rythme élevé des changements au sein du secteur financier place les banques mais aussi leurs autorités de tutelle face à de grands défis. A l'avenir également, ces autorités auront pour tâche de veiller à ce que la concurrence règne entre les établissements, de protéger les créanciers des banques et de sauvegarder la stabilité du système bancaire. Assurer la solvabilité de chaque établissement prend ici une importance fondamentale. La tâche de la Commission fédérale des banques et des autres autorités de surveillance est devenue plus exigeante, notamment à la suite de l'internationalisation croissante des opérations financières et de l'apparition de nouveaux instruments financiers. Le projet de la Commission des banques de mobiliser davantage de ressources pour la surveillance des grands établissements financiers qui sont implantés en Suisse tient compte de la complexité des risques de ces sociétés et mérite par conséquent d'être soutenu.

Il est également dans l'intérêt de la Banque nationale que les grandes banques soient soumises à une surveillance efficace. La principale contribution de l'institut d'émission à la solidité du système financier consiste à mener une politique monétaire axée sur la stabilité. La Banque nationale joue en outre le rôle de prêteur ultime («*lender of last resort*»). Ses expériences dans ce domaine sont fort heureusement modestes, et la Banque nationale se passe volontiers d'en acquérir d'autres. C'est pourquoi elle a un intérêt évident à ce que les grandes banques ne mettent pas en jeu, par leurs opérations mondiales, leur solvabilité et leur solidité. Le contraste entre l'importance des grandes banques suisses sur le plan international et l'étroitesse de leur marché intérieur est de nature à créer, sous l'angle de la protection du système, des difficultés à ne pas négliger. Aussi la Banque nationale soutient-elle les mesures contribuant à réduire les risques dans le système financier international.

Il ne faudrait pas tirer prétexte des mutations économiques pour mélanger les tâches des intervenants sur les marchés et celles des pouvoirs publics. La responsabilité de ces derniers porte sur l'aménagement des conditions-cadres, au sein desquelles les agents économiques peuvent développer leurs activités. A l'intérieur du cadre défini par l'Etat, ces intervenants doivent assumer la responsabilité qu'implique l'accomplissement de leurs tâches. Récemment, la crise financière asiatique a mis une fois encore en évidence le prix à payer pour avoir confondu les responsabilités de l'Etat et celles

des particuliers, notamment lorsque des crédits importants sont octroyés sur la base de critères politiques. Lors de l'aménagement des conditions-cadres par l'Etat, une marge suffisamment grande doit être laissée aux forces du marché afin que celles-ci puissent inciter à plus d'autodiscipline. Seul un secteur financier où les forces du marché jouent leur rôle peut contribuer durablement à la prospérité.

# Exposé à l'Assemblée générale de la Banque nationale suisse

Hans Meyer, président de la Direction générale

Berne, le 24 avril 1998

Voici un an, la fin d'une longue période de stagnation se dessinait en Suisse. Un optimisme prudent était perceptible. Nous savons aujourd'hui que les espoirs d'alors se sont pour une bonne part réalisés. Notre économie a renoué avec la croissance. La reprise, qui est partie du commerce extérieur, a renforcé son assise au cours de l'année et gagné des éléments de la demande intérieure. La crise financière en Asie de l'Est a toutefois terni quelque peu les perspectives. Les développements dans le domaine de l'Union monétaire que préparent les pays de l'UE nous ont confrontés à des défis supplémentaires.

D'autres tâches nous ont également beaucoup absorbés. Je pense avant tout à la réforme des dispositions constitutionnelles sur la monnaie et, sur le plan de l'exploitation, à la réorganisation des mouvements de numéraire. Enfin, une nouvelle règle pour la distribution des bénéfices de la Banque nationale a été établie en accord avec le Conseil fédéral.

## 1 La situation économique et la politique monétaire

Au quatrième trimestre de 1997, le produit intérieur brut réel dépassait de 2% son niveau des trois derniers mois de l'année précédente. Dans cette croissance, le fait le plus remarquable est l'expansion d'une vigueur inattendue des exportations. Des conditions-cadres favorables sur le plan monétaire, la sensible reprise de la conjoncture chez nos partenaires commerciaux européens et l'adaptation résolue de nos entreprises aux mutations structurelles ont donné un nouvel essor à notre commerce extérieur. Peu à peu, l'économie intérieure a elle aussi retrouvé du dynamisme. La consommation privée a repris de la vigueur, tandis que la propension à investir s'est maintenue. La situation défavorable qui a persisté dans la construction a freiné la conjoncture. Cette branche a souffert de la demande toujours faible, tant pour les logements que pour les bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services, mais aussi des capacités excédentaires du côté de l'offre. Bien que les tendances à la récession aient fléchi ces derniers mois, l'adaptation douloureuse des structures durera encore un certain temps.

Sur le marché du travail, les premières lueurs d'espoir sont apparues à l'horizon. Au quatrième

trimestre, l'emploi a progressé d'un trimestre à l'autre, pour la première fois depuis près de deux ans. Les places vacantes plus nombreuses et l'appréciation plus optimiste des entreprises en matière d'emploi montrent également que la demande de main-d'œuvre repart peu à peu à la hausse. Le chômage ne reculera néanmoins que lentement. Il sera toujours difficile de trouver rapidement un emploi, avant tout pour la main-d'œuvre peu qualifiée. Les entreprises restent soumises à de fortes contraintes qui les poussent à rationaliser. Ces contraintes se sont entre-temps étendues au commerce de gros et au commerce de détail, soit à des branches importantes pour l'emploi. Les perspectives sont cependant bonnes, et l'emploi devrait de nouveau augmenter en Suisse ces prochaines années. Les efforts accomplis dans la période récente pour libéraliser et revitaliser notre économie commencent à porter leurs fruits. Il est hautement souhaitable qu'ils soient poursuivis.

Permettez-moi maintenant de commenter notre politique monétaire. En 1997, nous avons continué à mener une politique ample. Eu égard à la conjoncture encore faible, l'évolution des cours de change a été notre principal souci. Nous nous sommes efforcés de contrecarrer la tendance à une revalorisation excessive du franc suisse. En octobre, nous avons laissé augmenter les taux d'intérêt à court terme, étant donné que la reprise de la conjoncture s'était alors raffermie.

La crise financière asiatique – elle a éclaté l'été dernier en Thaïlande, puis s'est étendue rapidement à d'autres pays de l'Asie de l'Est – a toutefois modifié notre appréciation de la situation. Le franc a subi, en automne, des pressions à la hausse plus fortes, ce qui nous a amenés à renforcer la dotation du marché en liquidités. Le taux de l'argent au jour le jour a ainsi diminué jusqu'à la fin de l'année et repassé au-dessous de la barre de 1%. Le nouvel assouplissement de notre politique nous a paru raisonnable compte tenu de l'évolution des agrégats monétaires. La croissance de  $M_3$  notamment, soit de l'agrégat qui répond à la définition la plus large, s'était en effet ralentie pour retrouver un rythme approprié.

Comme nous l'avions annoncé en décembre dernier, nous avons maintenu le cap de notre politique monétaire, en 1998, avant tout pour contrer une revalorisation du franc, indésirable sous l'angle de l'évolution économique. Notre politique a ainsi conduit à un nouveau repli des rémunérations servies sur le marché monétaire. En moyennes men-

suelles, les taux d'intérêt à court terme sont tombés, en janvier et février, à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis 1978. Les taux à long terme ont eux aussi fléchi nettement. Entre-temps, ils ont de nouveau augmenté quelque peu.

Les risques liés à un approvisionnement généreux en monnaie paraissent pour le moment faibles, étant donné la croissance économique encore modeste, les capacités de production qui ne sont pas entièrement utilisées et les perspectives favorables en matière de renchérissement. Au premier trimestre, les prix à la consommation n'ont pas varié en comparaison annuelle. Il est même possible qu'ils reculent quelque peu ces prochains mois. La récente baisse des taux hypothécaires devrait se traduire par une légère diminution du loyer des logements. Dans d'autres domaines, notamment dans les télécommunications, la concurrence plus vive conduit à des réductions de prix. De même, la baisse des prix pétroliers modère l'évolution des prix à la consommation. A notre avis, la crainte d'une déflation n'est cependant pas fondée. La croissance économique s'est accélérée en 1997 et, pour ce qui a trait à la poursuite de l'essor cette année, les perspectives sont bonnes. La stabilité des prix, telle que la connaît actuellement notre économie, est un avantage considérable.

## 2 La situation monétaire internationale

La crise économique et financière qui a secoué l'Asie de l'Est a provoqué l'an dernier de plus en plus de vagues sur les marchés financiers internationaux.

La crise asiatique a des origines multiples. D'importants flux de fonds ont été observés, ces dernières années, des pays industrialisés vers les économies émergentes d'Asie de l'Est. Ces fonds n'étaient généralement pas destinés à des investissements directs. Il s'agissait en effet de capitaux à court terme, qui ont été investis néanmoins dans des projets à long terme, de surcroît peu productifs pour nombre d'entre eux. En outre, les risques de change ont été sous-estimés, parce que les monnaies de plusieurs pays asiatiques étaient rattachées au dollar.

Du fait de la revalorisation du dollar, les pays asiatiques dont les monnaies étaient rattachées au billet vert ont subi une détérioration de leur

compétitivité, avant tout face au Japon. La croissance des exportations et, partant, celle des économies dans leur ensemble ont ainsi faibli, d'où un effondrement des marchés immobiliers et boursiers qui avaient enregistré de fortes hausses. Les investisseurs, réalisant alors que les relations de change fixes étaient menacées, ont cherché refuge hors des monnaies locales. Les dépréciations qui ont suivi ont accru les pressions sur les entreprises industrielles et les banques lourdement endettées.

Confrontées à des sorties massives de capitaux, la Thaïlande, puis l'Indonésie et la Corée du Sud ont dû recourir à l'aide du Fonds monétaire international. Les Philippines ont prolongé un accord de crédit. En plus du Fonds monétaire, la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement ont elles aussi mis des capitaux à disposition. Enfin, plusieurs pays se sont déclarés prêts à constituer une seconde ligne de défense par des crédits bilatéraux. La Banque nationale suisse a ainsi ouvert un crédit d'environ 312 millions de dollars en faveur de la Corée du Sud, crédit qui bénéficie d'une garantie de la Confédération. Ces crédits bilatéraux sont assortis de conditions qui imposent aux pays bénéficiaires de se soumettre à de vastes programmes de réforme.

Les programmes de réforme du Fonds monétaire international tiennent compte des particularités de la crise. Ils prévoient la mise en œuvre des mesures macroéconomiques habituelles, mais aussi d'autres mesures qui visent une restructuration des banques et des entreprises industrielles. Il s'agit en particulier de renforcer la dotation des banques en fonds propres et d'améliorer la surveillance bancaire. Les investisseurs étrangers, qui avaient manifestement sous-estimé les risques de leurs placements en Asie de l'Est, sont eux aussi appelés à participer aux efforts d'assainissement.

Les mesures que je viens de décrire sommairement ont déjà produit leurs premiers effets. Elles ont permis notamment de stabiliser des monnaies qui, prises dans le tourbillon des événements, avaient perdu plus de 50% de leur valeur. Les pays concernés subiront cependant des baisses temporaires de la production et de l'emploi.

Les événements de l'Est asiatique confirment que, sur les plans régional et mondial, une évolution économique durable est possible uniquement sur la base d'États économiquement et socialement stables. Une évolution économique boîteuse, la corruption, des systèmes financiers fragiles et une surveillance insuffisante des marchés financiers ne

sont que les symptômes d'un déséquilibre entre l'économique et le social. Il appartient avant tout à la communauté que forment les habitants de chaque pays de corriger un tel déséquilibre. Personne ne peut cependant ignorer les difficultés de cette tâche.

Les répercussions de la crise asiatique se feront sentir aussi en Amérique du Nord et en Europe. La plupart des prévisionnistes ne s'attendent cependant pas à un fort ralentissement de la croissance économique en termes réels. Leurs estimations concernent également la Suisse. La progression de nos exportations vers l'Asie de l'Est a marqué, il est vrai, un net fléchissement. Pour notre économie dans son ensemble, ces pays ne revêtent toutefois pas une importance telle que leurs difficultés feraient peser une menace sérieuse sur l'évolution de la conjoncture en Suisse. Jusqu'ici, les turbulences asiatiques se sont traduites avant tout par une revalorisation supplémentaire du franc suisse.

Les incertitudes qui ont persisté à l'approche du passage à l'Union monétaire en Europe ont accru les pressions à la hausse sur le franc. Les décisions attendues, que l'Union européenne prendra dans une dizaine de jours, ont déjà contribué à apaiser la situation sur le marché des changes. Nous continuerons à suivre très attentivement les efforts en vue de la création de la monnaie unique européenne – l'euro – et en tiendrons compte dans la fixation du cap de notre politique monétaire.

### 3 La réforme du régime monétaire

En 1997, d'importantes étapes ont été franchies sur la voie de la réforme des dispositions constitutionnelles sur la monnaie. Un groupe d'experts a présenté, à fin octobre, son projet d'article constitutionnel sur la monnaie. En décembre 1997, le Conseil fédéral a soumis à consultation une version qui s'écarte légèrement de celle du groupe d'experts. Les cantons, les partis politiques ainsi que les milieux économiques et syndicaux ont en très grande majorité bien accueilli ce texte.

Dans l'article sur la monnaie, tel qu'il est proposé par le Conseil fédéral, le franc n'est plus rattaché juridiquement à l'or, ce qui, de facto, est déjà le cas depuis longtemps. En outre, le mandat de la banque centrale et l'indépendance de celle-ci sont précisés dans la constitution. L'article fait

également obligation à la Banque nationale de détenir des réserves monétaires suffisantes pour remplir son mandat. Il crée ainsi un régime monétaire moderne qui tient compte également, et de manière appropriée, des évolutions observées sur le plan international.

Comparé à la version prévue dans la pure mise à jour de la constitution, tâche à laquelle les Chambres fédérales se sont attelées depuis le début de 1998, le projet d'article sur la monnaie, tel qu'il a été remanié par le Département fédéral des finances, présente plusieurs avantages. Ce texte définit sans ambiguïté le mandat de la banque centrale puisqu'il lui assigne de servir les intérêts généraux du pays, tout en donnant la priorité à l'objectif de la stabilité des prix. Un mandat ainsi formulé contrebalance adéquatement l'abandon du rattachement du franc à l'or. Il est donc de nature à renforcer la confiance dans la stabilité du franc. Une définition claire du mandat s'impose également compte tenu de l'ancrage dans la constitution de l'indépendance de la banque centrale. Une indépendance liée à un mandat précis intègre la Banque nationale dans les pouvoirs publics et lui permet de rendre clairement compte de ses activités à la Confédération et au public.

Du fait de la suppression du rattachement du franc à l'or, une décision devra être prise quant à l'affectation de la part des réserves d'or qui n'est pas nécessaire à la conduite de la politique monétaire. Cette part représente approximativement la moitié des quelque 2600 tonnes d'or que détient actuellement la Banque nationale. Contrairement au texte prévu dans la pure mise à jour de la constitution, l'article sur la monnaie, dans la version proposée par le Département fédéral des finances, invite la Banque nationale non seulement à constituer, mais aussi à détenir suffisamment de réserves monétaires. Par conséquent, il implique aussi que les réserves monétaires dont la Banque nationale n'a pas besoin pour remplir son mandat monétaire soient mises à disposition pour d'autres affectations publiques. Le Conseil fédéral a l'intention de faire un prélèvement sur ce patrimoine national qui a été constitué pendant de nombreuses années. Il souhaite en effet sortir du bilan de la Banque nationale de l'or pour une contre-valeur de 7 milliards de francs. La somme doit servir à la dotation de la Fondation Suisse solidaire dont la création est prévue. L'autre part des réserves métalliques non indispensable à la conduite de la politique monétaire continuerait à être détenue par la

Banque nationale et serait gérée selon des principes commerciaux. Il faut que cette tâche soit remplie sans engendrer des conflits d'intérêts entre la gestion d'un patrimoine appartenant au pays et la conduite de la politique monétaire. On pourrait ainsi envisager de confier la gestion de ces actifs à des tiers; la Banque nationale désignerait les gestionnaires, leur imposerait des directives et contrôlerait la gestion.

Ces questions feront toutefois l'objet d'une révision de la loi sur la Banque nationale, révision qui sera entreprise après la réforme des dispositions constitutionnelles sur la monnaie. Le toilettage de la loi sur la Banque nationale ne devrait pas se borner aux seuls aspects qui sont liés à la démonétisation de l'or. En effet, d'autres domaines ont eux aussi besoin d'une modernisation. Je pense notamment aux structures de la Banque nationale en matière d'organisation – elles sont devenues un peu désuètes avec les années – et aux moyens d'action qui, en partie, ne sont plus adaptés à notre époque.

#### 4 La réorganisation des mouvements de numéraire

L'an dernier, je vous ai annoncé que nous allions réexaminer nos structures. C'est maintenant chose faite pour ce qui a trait aux mouvements de numéraire.

Dans ce domaine, notre environnement s'est fortement modifié au cours des dernières années. Nos principaux partenaires – les banques, la Poste et les grandes chaînes de distribution – se recentrent en effet de plus en plus, pour des raisons de coûts notamment, sur leurs activités de base. Ils confient par conséquent à des tiers une part importante du tri et du transport des billets de banque et des pièces, d'où une concentration des mouvements de numéraire.

Notre stratégie a consisté jusqu'ici à décentraliser autant que faire se peut le tri et le contrôle des billets et des pièces. A moyen terme, seules des déviations des flux de numéraire et, partant, des interventions indésirables dans l'organisation du marché nous permettraient d'assurer une pleine utilisation de notre réseau de comptoirs, qui est formé de deux sièges et de huit succursales.

Nous avons donc procédé à un examen approfondi et cherché comment adapter nos activités portant sur le numéraire, afin de trouver une solution judicieuse pour toutes les parties concernées, c'est-à-dire aussi bien pour la Banque nationale

que pour les banques, la Poste, les grandes chaînes de distribution et les entreprises spécialisées dans le transport et le tri de numéraire. Le résultat de ces réflexions a été présenté au Comité de banque en février de cette année. Nous avons l'intention de concentrer le tri et le contrôle du numéraire à quatre endroits, soit à Berne, à Zurich, à Genève et à Lugano. Notre réseau d'agences et de correspondants sera maintenu, voire étoffé. Nos agences et nos correspondants réceptionnent des livraisons de numéraire, mais ne se chargent ni du tri ni du contrôle.

Après consultation des cantons concernés, nous soumettrons cet été une proposition concrète au Conseil de banque. Si cet organe l'approuve, nous disposerons encore de services de caisse à nos sièges de Berne et de Zurich ainsi qu'à nos succursales de Genève et de Lugano. Les succursales de Bâle, de Lausanne, de Lucerne et de Saint-Gall continueront à remplir une tâche importante, à savoir expliquer la politique menée par l'institut d'émission et informer la Direction générale de la situation économique. Elles joueront ainsi, comme auparavant, le rôle de trait d'union entre la Banque nationale et les représentants régionaux des milieux politiques et économiques. Pour les rayons d'Aarau et de Neuchâtel, cette tâche sera assurée à partir des sièges de Zurich et de Berne.

Quelque quatre-vingt collaboratrices et collaborateurs seront directement touchés par ces mesures de réorganisation. Nous leur proposerons un emploi dans un autre comptoir ou une mise à la retraite anticipée. Nous estimons qu'il ne sera pas nécessaire de recourir à des licenciements.

#### 5 La distribution des bénéfices de la Banque nationale

Au début de 1992, le Conseil fédéral et la Banque nationale ont convenu de distribuer une part supplémentaire des produits de l'institut d'émission. Auparavant, les distributions se bornaient au dividende à verser aux actionnaires et à l'indemnité par tête de population que la loi attribue aux cantons. Le montant supplémentaire devait revenir, comme le veulent la constitution et la loi, pour un tiers à la Confédération et pour deux tiers aux cantons.

Il fallait, nul ne le contestait, permettre à la Banque nationale de conserver une partie de ses produits et, partant, d'accroître ses réserves de devises sans garantie de change. C'est pourquoi il

avait été prévu d'augmenter les provisions de la BNS au même rythme que le produit national brut nominal. Pour éviter des fluctuations dans la distribution supplémentaire, un montant maximal de 600 millions de francs par an avait été fixé. Les produits de l'institut d'émission enregistrent en effet d'importantes variations, dues principalement aux forts mouvements du cours du dollar.

La première distribution de 600 millions de francs a été opérée au titre de l'exercice 1991. Un montant identique a été distribué également les années suivantes, et il en ira de même pour l'exercice 1997. En moyenne des années 1991 à 1997, l'accroissement à donner aux provisions a atteint environ un milliard de francs par an.

Pour les années à venir, nous prévoyons d'augmenter considérablement les montants distribués et de les stabiliser encore mieux. En vertu de la nouvelle convention passée entre le Conseil fédéral et la Banque nationale, la distribution pour les années 1998 à 2002 a été fixée à l'avance sur la base d'une prévision de nos produits. Nous nous sommes ainsi engagés à verser, pour une période de cinq ans, un montant de 1,5 milliard de francs par an. Seules des pertes considérables réduiraient, voire interrompraient cette distribution.

Lors de la fixation des distributions futures, nous avons tablé sur une amélioration de nos recettes, amélioration que nous escomptons obtenir avec la marge de manœuvre accrue dont nous disposons en matière de placements depuis l'entrée en vigueur, en novembre 1997, de la révision partielle de la loi sur la Banque nationale. Nous avons également tenu compte du fait que, grâce à l'évolution favorable du produit de nos placements de devises et au produit extraordinaire qui a résulté, en 1996, de la modification de nos principes d'évaluation, nos provisions dépassent aujourd'hui nettement le niveau visé.

En vertu de la nouvelle convention, les parts revenant à la Confédération et aux cantons sur l'exercice écoulé seront versées après l'Assemblée générale. Jusqu'ici, je vous le rappelle, la distribution n'avait lieu qu'au début de l'année suivante. Cette adaptation sera introduite sans plus attendre. Aussi prévoyons-nous de verser la distribution afférente à l'exercice 1997, soit 600 millions de francs, immédiatement après la présente Assemblée générale. Compte tenu de la distribution au titre de l'exercice 1996, qui a été bonifiée en janvier, la Confédération et les cantons recevront donc 1,2 milliard de francs en 1998.

## 6 Les opérations sur or pendant la Seconde Guerre mondiale

Permettez-moi de revenir encore sur le dossier des opérations sur or passées par la Banque nationale suisse pendant la Seconde Guerre mondiale. Je tiens une nouvelle fois à souligner que nous comprenons parfaitement le besoin, exprimé par de nombreuses personnes et associations, de faire toute la lumière sur cet important chapitre de notre passé.

La Banque nationale suisse est une institution publique. Son attitude durant la Seconde Guerre mondiale doit être examinée en tenant compte de la politique suisse de l'époque. Les opérations sur or que l'institut d'émission a passées pendant ces années ont fait l'objet, avec l'accord de Washington de 1946, d'un règlement relevant du droit international.

Les mesures prises jusqu'ici par nos autorités sont, nous en sommes persuadés, de nature à contribuer à accomplir un travail sérieux sur notre passé. Elles permettront, le moment venu, de procéder à une appréciation politique finale.

Nous nous opposerons, par tous les moyens juridiques à notre disposition, à une plainte collective aux Etats-Unis. Nous ne voyons aucune base juridique sur laquelle une telle plainte pourrait reposer et estimons que les tribunaux américains ne sont pas compétents à notre égard.

Durant l'exercice écoulé, nous avons été confrontés à de nombreux défis, aussi passionnants que difficiles à relever. Je voudrais aujourd'hui réitérer mes plus sincères remerciements à toutes nos collaboratrices et à tous nos collaborateurs pour leur précieux soutien. Je vous remercie également de votre présence, qui témoigne de l'intérêt que vous portez à notre Institut.

# Chômage structurel et inflation en Suisse

Attilio Zanetti, Direction des études économiques,  
Banque nationale suisse

Au cours des dernières années, le chômage a connu une forte progression en Suisse. Il a commencé à se replier dans les derniers mois grâce au redémarrage de la conjoncture. Pour plusieurs raisons, il est toutefois probable que le taux de chômage ne pourra revenir au bas niveau qu'il a connu au cours des années quatre-vingt. Une composante structurelle persistera.

L'identification du niveau et de l'évolution du chômage structurel a de multiples implications quant aux choix de politique économique. En ce qui concerne la politique monétaire, nous pouvons affirmer, d'une manière simplifiée, qu'elle peut agir sur le chômage d'origine conjoncturelle mais pas sur la composante structurelle. En ignorant cette limite, l'action d'une banque centrale risquerait de provoquer une spirale inflationniste. La plupart des économistes s'accordent pour affirmer que le *trade-off* existant entre chômage et inflation produit uniquement des effets temporaires. Il y a trente ans déjà, Milton Friedman (1968) avait soutenu l'idée que la source de ce *trade-off* résidait dans les variations non anticipées de l'inflation – autrement dit dans l'accélération de l'inflation – et non pas dans le niveau d'inflation en tant que tel. Le taux de chômage ne pourrait donc être maintenu durablement au-dessous du taux structurel que par le biais d'une inflation croissante. Une inflation élevée ne suffit pas.

La composante du chômage qui ne peut être à long terme influencée par la politique monétaire est souvent qualifiée dans la littérature de «chômage naturel». Cette expression indique précisément qu'il existe un taux de chômage «naturel» ou «d'équilibre» qui est déterminé par la structure du marché du travail. La politique monétaire n'est pas en mesure de réduire le taux de chômage de manière permanente au-dessous de ce niveau. Cela ne signifie nullement que cette partie du chômage ne puisse pas être combattue par d'autres mesures de politique économique, notamment par des politiques du marché du travail et de la formation.

L'hypothèse qui est à la base du concept de chômage naturel considère les variations de l'inflation comme un phénomène qui dépend du degré de tension entre l'offre et la demande sur le marché du travail. Dans cette perspective, l'écart entre le taux de chômage courant et le taux de chômage naturel est le principal indicateur des conditions du marché du travail (Stiglitz, 1997).

Le but de cet article est de fournir des estimations du niveau et de l'évolution du taux de chô-

mage structurel en Suisse<sup>1</sup>. Nous voulons également vérifier dans quelle mesure ces estimations peuvent fournir des informations utiles pour la conduite de la politique monétaire. Si l'on pouvait estimer le taux de chômage structurel de manière fiable, la banque centrale disposerait alors d'un instrument valable pour l'évaluation de la situation conjoncturelle et des perspectives d'inflation.

Nous allons utiliser deux méthodes d'estimation. La première méthode se base sur la courbe de Beveridge et a déjà été appliquée à plusieurs reprises en Suisse (voir Sheldon, 1993; Flückiger, 1994). Cette méthode essaie d'identifier le niveau du chômage structurel en confrontant directement le nombre de places vacantes avec le nombre de chômeurs. La courbe de Beveridge met ainsi en évidence l'inadéquation de l'offre et de la demande de travail, qui a pour conséquence que toutes les places vacantes ne seront pas occupées, et cela même si l'on est en présence d'un nombre significatif de chômeurs. Le principal problème de cette méthode réside dans la fiabilité de l'indicateur de la demande de travail. Une sous-estimation de la demande produit automatiquement une sous-estimation du chômage structurel.

La deuxième méthode est celle du NAIRU (Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment). Il s'agit d'une méthode introduite par Modigliani et Papademos (1975) qui traduit empiriquement l'idée du taux de chômage naturel telle qu'elle avait été conçue par Friedman. Le NAIRU est défini comme un taux de chômage d'équilibre compatible avec un taux d'inflation constant. Il indique donc le seuil de chômage au-dessous duquel une politique monétaire expansionniste produit inéluctablement une accélération de l'inflation. L'idée de base est qu'il arrive un moment, dans toute phase d'expansion, où l'offre de travail n'est plus en mesure de faire face à la demande, ce qui se traduit par une accélération de la croissance des salaires nominaux, qui nourrit ensuite une flambée inflationniste.

Le NAIRU est un instrument largement utilisé. La plupart des autorités nationales et les principales organisations internationales (OCDE et FMI) en produisent régulièrement des estimations. A l'instar de la courbe de Beveridge, toutefois, le NAIRU est également un instrument controversé. Une quantité croissante de publications souligne l'imprécision intrinsèque des estimations de ce dernier. En Suisse, il faut compter avec une difficulté supplémentaire, due aux profondes réformes institutionnelles inter-

1 Dans la littérature, on fait souvent correspondre le chômage naturel à la somme du chômage structurel et du chômage frictionnel. Nous allons ici intégrer la composante frictionnelle dans l'expression «chômage structurel». Nous allons par conséquent considérer

les termes «chômage structurel» et «chômage naturel» comme des synonymes et utiliserons le plus souvent la première de ces deux expressions.

venues au cours des dernières années sur le marché du travail. En particulier, l'assurance chômage et la politique d'immigration ont connu des changements importants. Par rapport aux autres pays, il existe par conséquent un nombre limité d'estimations du NAIRU pour la Suisse (voir De Masi et Henry, 1996, et OCDE, 1996).

Dans la première partie du travail nous présentons et analysons graphiquement la relation entre chômage et inflation en Suisse. La deuxième partie présente le concept de la courbe de Beveridge et les résultats obtenus par le biais de cette méthode. La troisième partie traite du modèle employé pour les estimations du NAIRU et de ses résultats. Dans la quatrième partie, nous résumons nos conclusions.

## 1. La relation inflation-chômage

Le graphique 1 montre que l'économie suisse a connu deux cycles d'inflation bien définis depuis la moitié des années soixante-dix. Les pics d'inflation ont été atteints au troisième trimestre 1981 et au deuxième trimestre 1991. Le graphique ne fait apparaître aucun *trend* dans les mouvements de l'inflation. Le graphique 1 trace également l'évolution du taux de chômage. Ce dernier a connu une

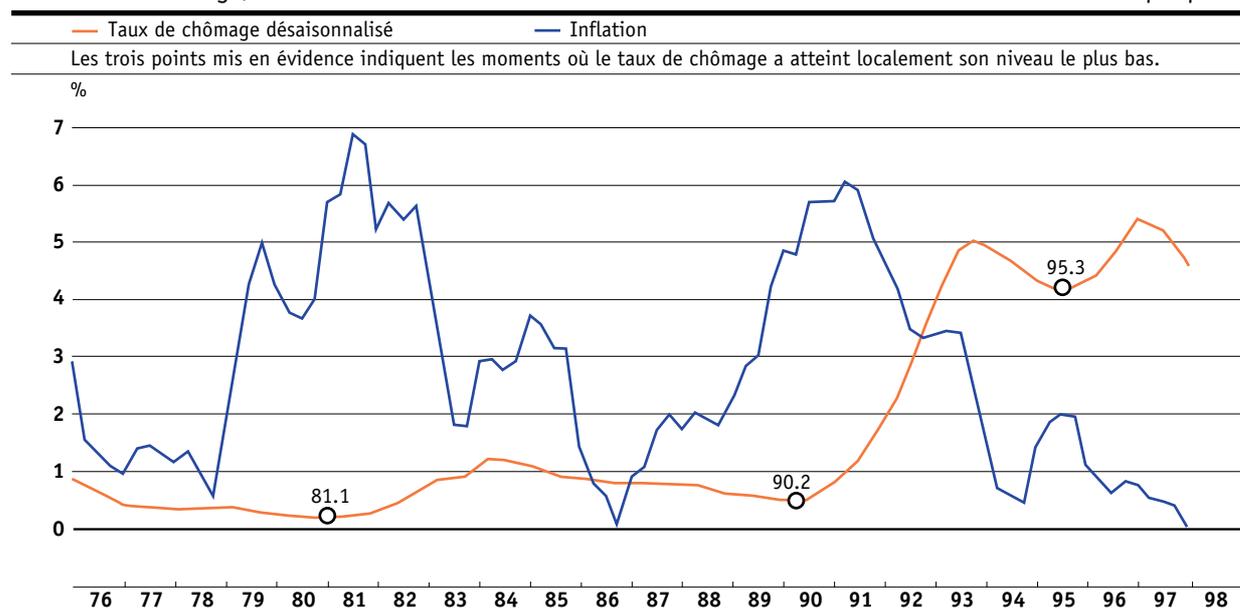
progression en plusieurs étapes. L'augmentation la plus marquée a eu lieu au cours de la première moitié des années quatre-vingt-dix. Comme le graphique le montre bien, les minima locaux du taux de chômage se situent à proximité des pics de l'inflation, ce qui pousse à conclure à l'existence d'une corrélation négative entre chômage et inflation. Toutefois, cette corrélation négative n'est pas stable dans le temps. Il y a eu plusieurs phases durant lesquelles l'inflation et le chômage s'accroissaient ou diminuaient simultanément.

Ces éléments nous suggèrent deux conclusions. Premièrement, l'inflation est certainement influencée par d'autres facteurs que ceux ayant trait au marché du travail. Il convient en particulier de prendre en considération le rôle joué par les chocs du côté de l'offre et par le taux de change. Ainsi, entre 1985 et 1986, l'inflation s'est inscrite en net recul, alors que l'économie suisse se trouvait en pleine phase d'expansion et que le taux de chômage diminuait. La diminution de l'inflation pendant cette période peut être essentiellement attribuée aux effets de la chute des prix pétroliers.

Deuxièmement, la relation entre inflation et chômage peut se modifier dans le temps. Il y a là d'abord un problème statistique. En Suisse, les chômeurs sont enregistrés en tant que tels uniquement dans la mesure où ils s'annoncent auprès des offices

Inflation et chômage, 1976–1997

Graphique 1



de l'emploi. L'assurance chômage ayant été rendue obligatoire en 1977, avant cette date seule une petite minorité de travailleurs était assurée contre le risque de perte d'emploi. Ne percevant aucune indemnité, tous les autres chômeurs n'avaient aucune incitation à s'inscrire auprès des offices de l'emploi et n'étaient donc pas enregistrés. La diminution de l'emploi au cours de la récession de 1975 s'est donc plutôt traduite par un recul du taux de participation de la population à la vie active que par une augmentation du taux de chômage. De plus, une grande partie de la main-d'œuvre étrangère qui perdait son poste de travail quittait le pays.

Depuis leur introduction, en 1977, les prestations de l'assurance chômage obligatoire ont été améliorées à plusieurs reprises. En particulier, les réformes de 1984, 1993 et 1997 ont conduit à un prolongement substantiel de la période maximale d'indemnisation. Ces réformes ont été adoptées durant des phases de récession, lorsque le chômage était en train de progresser. Les conséquences de l'extension des prestations de l'assurance chômage peuvent être doubles. Si, d'une part, elle a indéniablement permis une meilleure fiabilité des données concernant le chômage, l'extension des prestations de l'assurance chômage peut également conduire à des changements d'attitude de la part des chô-

meurs, en réduisant leur incitation à trouver une nouvelle place de travail.

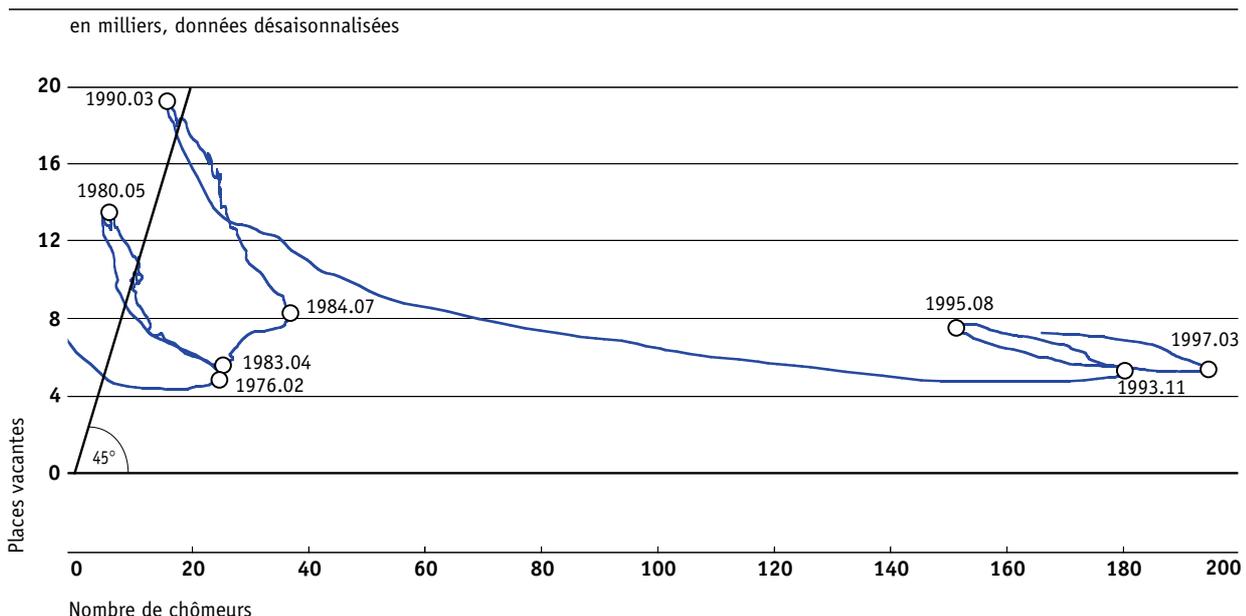
Le graphique 1 semble montrer une progression par paliers du chômage qui correspond aux récessions et aux révisions de l'assurance chômage. Ainsi, la phase de croissance économique de la deuxième moitié des années quatre-vingt n'a pas permis de ramener le taux de chômage au niveau atteint durant la phase d'expansion du cycle précédent. Dans la partie ci-dessous, la courbe de Beveridge nous fournit une première estimation de ce phénomène.

## 2. Le chômage structurel selon la courbe de Beveridge

La courbe de Beveridge représente la relation inverse entre le nombre de places vacantes ( $V$ ) et le nombre de chômeurs ( $U$ ). Dans une phase de haute conjoncture, les places vacantes ont tendance à se multiplier, et le nombre de chômeurs tend à diminuer. En phase de récession, c'est l'inverse qui se produit: les offres d'emplois se raréfient et le nombre de chômeurs augmente. L'ensemble des niveaux potentiels de chômage d'équilibre est donné par une droite à 45 degrés qui part de l'origine. Il s'agit de tous les points où  $U = V$ . Plus la

Courbe de Beveridge, janvier 1975–février 1998

Graphique 2



courbe, et par conséquent le point d'intersection entre celle-ci et la droite à 45 degrés, s'éloigne de l'origine, plus le niveau du chômage structurel est élevé.

Le graphique 2 trace une courbe de Beveridge pour la Suisse qui couvre la période allant de janvier 1975 à février 1998. Le nombre de chômeurs se trouve sur l'abscisse, tandis que le nombre de places vacantes se trouve sur l'ordonnée. Le nombre de chômeurs, tiré des chiffres officiels de l'OFS, a été préalablement corrigé des variations saisonnières. En ce qui concerne les offres d'emplois, nous avons utilisé l'indice Manpower désaisonnalisé, qui mesure la surface des offres de travail dans la presse. L'indice Manpower a été préféré à la statistique des places vacantes enregistrées auprès de l'Office fédéral du développement économique, car celle-ci n'a pas montré suffisamment de variations entre la deuxième moitié de 1993 et 1996. En particulier, les places vacantes n'ont pas connu de véritable augmentation en 1994/95, lorsqu'un début de reprise s'était manifesté. L'indice Manpower a été normalisé en prenant pour base de calcul la dernière date où les places vacantes correspondaient au nombre de chômeurs en termes désaisonnalisés, soit juillet 1990.

Le graphique 2 montre clairement que la courbe de Beveridge s'est éloignée de l'origine au cours des années. Autrement dit, nous obtenons une première confirmation graphique de l'accroissement du socle de chômage naturel en Suisse. Afin de parvenir à une image plus précise de ce qui s'est passé, nous avons estimé statistiquement la courbe de

Beveridge, ce qui nous a permis de calculer les valeurs du chômage structurel pour les différentes sous-périodes.

L'équation de base dans l'estimation de la courbe de Beveridge prend la forme suivante:

$$(1) \ln V_t = \alpha + \beta \cdot \ln U_t + \varepsilon_t$$

où  $V$  est le nombre de places vacantes tel qu'il est donné par l'indice Manpower normalisé et  $U$  est le nombre de chômeurs. Le chômage naturel  $U^*$  est le niveau de chômage qui vérifie l'égalité  $V = U$ .  $U^*$  peut par conséquent être dérivé de l'équation (1) comme suit:

$$U^* = \exp [\alpha / (1 - \beta)]$$

L'équation (1) a été complétée par l'introduction de quatre variables muettes (dummies), afin de capturer les déplacements de la courbe, et de quatre variables muettes qui expriment les changements de pente.  $\delta_i$  et  $\lambda_i$  représentent les coefficients correspondants. Ces variables muettes nous permettent d'isoler quatre sous-périodes, dérivées de l'observation du graphique 3: 1975:01-1976:02, 1976:03-1983:04, 1984:07-1993:11 et 1993:12-1998:02. Le niveau du chômage structurel est donc calculé à l'aide de la relation suivante:

$$U^* = \exp [(\alpha + \delta_i) / (1 - \beta - \lambda_i)]$$

Sheldon (1993) et Flückiger (1994) ont déjà appliqué aux données suisses une approche simi-

**Chômage structurel selon la courbe de Beveridge**  
Données mensuelles

Tableau 1

	1975:01-1976:02	1976:03-1983:04	1984:07-1993:11	1993:12-1998:02
Nombre de chômeurs	5 673	9 631	16 919	50 321
Taux de chômage	0,2 %	0,3 %	0,6 %	1,4 %
Min/Max observés	0,1 % - 0,8 %	0,2 % - 0,8 %	0,4 % - 5 %	4,2 % - 5,4 %

laire. Sheldon évaluait le taux de chômage naturel à 0,5% en 1992. Flückiger, quant à lui, trouvait une valeur de 0,7% pour 1993. Nos calculs se distinguent de ces études sur deux points essentiels: l'utilisation de l'indice Manpower comme mesure de la demande de travail et un allongement de la période d'estimation qui s'étend jusqu'au mois de février 1998.

Les résultats sont présentés dans le tableau 1. A titre de comparaison, la dernière ligne fournit les taux de chômage minimum et maximum observés pendant la période. Les estimations confirment l'impression tirée de l'analyse graphique. Le taux de chômage structurel a progressivement augmenté entre le milieu des années soixante-dix et nos jours. Nous pouvons clairement distinguer trois déplacements durables de la courbe. Le taux de chômage structurel estimé passe de 0,2% au cours de la période qui va jusqu'à 1976:02 à 0,3% dans la période 1976:03-1983:04 et 0,6% dans la période 1987:07-1993:11. Au cours de la période plus récente, qui commence en 1993:12, le taux de chômage structurel a atteint 1,4% d'après nos estimations.

Nos résultats sont semblables à ceux que Sheldon (1993) et Flückiger (1994) ont obtenus pour la période allant jusqu'au début de 1993. Nos calculs mettent cependant en évidence une nouvelle progression du chômage structurel après cette date. Le graphique 2 laisse apparaître un degré d'incertitude quant au niveau de la courbe de Beveridge à partir de la fin de 1993. Dans des calculs supplémentaires, nous avons subdivisé la période 1993:11-1998:02 en trois sous-périodes de longueur similaire. Ainsi estimé, le taux de chômage structurel serait d'abord monté à 1,9% avant de retomber à 1,2% pour s'établir à 1,6%.

Le graphique 2 montre que, surtout à partir de 1983, presque tous les points se situent à droite de la ligne à 45 degrés. Cela signifie que, même dans les phases de haute conjoncture, le nombre de places vacantes était souvent inférieur à celui des chômeurs. En 1990, lorsque l'économie suisse se trouvait clairement dans une situation de surchauffe, la demande de travailleurs dépassait de peu le nombre des chômeurs, ce qui est révélateur d'une sous-estimation de la demande de travail et, par conséquent, du taux de chômage structurel.

Ci-dessous nous estimons le chômage naturel à l'aide d'une courbe de Phillips, qui met en relation la variation de l'inflation et le chômage.

### 3. Estimations du NAIRU

Le NAIRU est un taux de chômage naturel, ou d'équilibre, compatible avec un taux d'inflation constant. Le modèle de base servant à estimer le NAIRU est constitué par une courbe de Phillips augmentée des anticipations inflationnistes fréquemment utilisée dans la littérature. Sous sa forme la plus simple, elle se présente de la manière suivante:

$$(2) \quad Dp_t - D^e p_t = \beta (u_{t-1} - u^*_{t-1}) + v_t$$

où  $u_{t-1}$  est le taux de chômage et  $u^*_{t-1}$  le NAIRU de la période précédente;  $p_t$  est le logarithme de l'indice des prix à la consommation,  $Dp_t$  l'inflation et  $D^e p_t$  l'inflation anticipée. Le signe du coefficient  $\beta$  est censé être négatif, ce qui signifie qu'un écart positif entre le chômage effectif et le NAIRU conduit en principe à une réduction de l'inflation.

Le terme  $Dp_t$  est ici défini comme la variation du niveau des prix par rapport à la même période de l'année précédente. Il correspond donc à l'inflation sur une base annuelle:  $Dp_t \equiv p_t - p_{t-4}$ . L'inflation anticipée,  $D^e p_t$ , est une valeur qui ne peut pas être observée. Nous avons ainsi supposé que l'inflation anticipée  $D^e p_t$  était égale à l'inflation passée. Dans notre cas, étant donné que nous utilisons des données trimestrielles,  $D^e p_t \equiv Dp_{t-4}$ . Nous introduisons ainsi des anticipations statiques. La variable dépendante de notre courbe de Phillips prend donc la forme suivante:

$$Dp_t - D^e p_t = Dp_t - Dp_{t-4} \equiv D^2 p_t$$

ce qui représente la variation de l'inflation sur une base annuelle.<sup>2</sup>

L'équation (2) est souvent enrichie d'autres régresseurs, afin de capturer l'effet sur les prix de phénomènes autres que le chômage. Dans notre cas, après modifications, l'équation (2) a pris la forme suivante:

$$(3) \quad D^2 p_t = \beta (u_{t-1} - u^*_{t-1}) + \delta(L) D^2 p_{t-1} + \gamma ASY_t + \lambda D95_t + \varphi D97_t + v_t$$

Le terme  $D^2 p_{t-1}$  introduit la variation de l'inflation retardée.  $L$  représente l'opérateur de retard; le terme  $\delta(L)$  est un polynôme aux retards multiples.  $ASY_t$  est une variable qui permet de capturer l'effet des chocs sur l'offre ou des chocs sectoriels sur la demande qui affectent l'inflation.<sup>3</sup>  $D95$  est

2 Les résultats des tests de Unit-Root, d'après les méthodes de Dickey-Fuller et Perron-Phillips, indiquent que la variation de l'inflation est I(0) au cours de la période observée.

3 La variable ASY est calculée de la manière suivante. Pour chacune des périodes, nous avons analysé la distribution des variations de prix de chacune des composantes du panier de l'indice suisse des prix à la consommation. L'idée de base est que les chocs sur l'offre se reflètent dans cette distribution en créant une asymétrie. ASY est la

mesure statistique de cette asymétrie. Une valeur élevée de ASY est donc un signe de la présence d'importants chocs sur l'offre. Pour plus de détails, voir Zanetti (1997). Sur l'importance fondamentale de prendre en compte ce genre de chocs dans un modèle de calcul du NAIRU, voir Gordon (1996).

une variable muette (*dummy*) qui sert à capturer l'effet de l'introduction de la TVA en 1995. Elle est égale à 1 entre 95:1 et 95:4 et à zéro autrement.  $D97$  est une variable muette définie de manière analogue, qui est censée saisir l'effet des mesures pour l'emploi introduites à partir du début de 1997. Elle est égale à 1 à partir de 1997:1 et à 0 pour les périodes qui précèdent. Le taux de chômage correspond au taux de chômage officiel tel qu'il est publié par l'OFS, en données corrigées des variations saisonnières.

Afin d'obtenir des estimations du NAIRU, il est nécessaire de procéder à une dernière transformation de l'équation (3). Nous définissons la constante  $\alpha = -\beta u_{t-1}^*$ . Nous obtenons ainsi une équation qui peut être estimée à l'aide de la méthode des moindres carrés ordinaires:<sup>4</sup>

$$(4) \quad D^2 p_t = \alpha + \beta u_{t-1} + \delta(L) D^2 p_{t-1} + \gamma ASY_t + \lambda D95_t + \varphi D97_t + v_t$$

Le NAIRU pourra par conséquent être calculé comme suit  $u^* = -\alpha/\beta$  en utilisant les coefficients estimés.

Avant de présenter les résultats des estimations, nous allons nous pencher brièvement sur la relation entre chômage et variation de l'inflation d'un point de vue graphique. Alors que les estimations se fondent sur des données trimestrielles, le graphique 3 a été construit à l'aide de moyennes annuelles, ce qui permet une lecture plus aisée. Le graphique donne clairement l'impression d'un déplacement vers la droite de la courbe de Phillips au fil des années. Le NAIRU, qui n'est rien d'autre que le point d'intersection entre l'abscisse et la droite estimée, a donc augmenté au cours de cette période. Le graphique 3 nous transmet ainsi le même message que le graphique de la courbe de Beveridge.

Le graphique 3 met également en évidence qu'il n'est pas raisonnable de procéder à une estimation unique pour l'ensemble de la période. Il faut par conséquent choisir des périodes plus courtes. Nous avons divisé nos données en trois sous-périodes, qui correspondent aux cycles du chômage. Les points de division sont donnés par les deux premiers minima locaux du taux de chômage, tels qu'ils sont indiqués dans le graphique 1. Puisque notre série pour la variable  $ASY$  remonte au quatrième trimestre de 1978, la première période d'estimation commence à cette date. Les périodes ainsi obtenues

sont donc 1978:4–1981:1, 1981:1–1990:2 et 1990:2–1997:4.

Le tableau 2 présente le résultat des estimations de l'équation (4). Les retards de la variation de l'inflation sont déterminés sur la base de l'autocorrélation des résidus. Dans les équations basées sur moins de 20 observations, la variable  $D^2 p_t$  retardée a été introduite une seule fois afin d'économiser des degrés de liberté.<sup>5</sup> Dans la toute dernière ligne du tableau, nous avons reproduit, à titre de comparaison, les taux de chômage minimum et maximum effectivement enregistrés au cours de la période. L'intuition graphique semble trouver une confirmation dans les chiffres. L'estimation du NAIRU passe de 0,3% en 1978:4–1981:1 à 0,7% en 1981:1–1990:2 et à 1,7% entre 1990:2 et 1997:4.

A l'intérieur de chacune de ces périodes, le NAIRU est considéré comme constant. Cette hypothèse est discutable, surtout en ce qui concerne les années quatre-vingt-dix, au cours desquelles le chômage a fortement progressé. Nous avons donc divisé la période 1990:2–1997:4 en deux parties, 1990:2–1993:4 et 1993:4–1997:4, et nous avons ainsi procédé à de nouvelles estimations de l'équation (4). Le point de césure est déterminé par le pic du taux de chômage de fin 1993. Ce point correspond également à la phase d'introduction de la réforme de l'assurance chômage. Il se situe à fortiori au milieu de la période 1990:2–1997:4.

Les résultats de ces régressions sont présentés dans la deuxième partie du tableau 2, dans les quatrième et cinquième colonnes. L'estimation du NAIRU qui y est donnée est de 2% pour la première partie de la période et de 4% pour la deuxième. Dans la cinquième équation, les variables  $ASY$ ,  $D95$  et  $D^2 p_{t-4}$  ne sont pas significatives. C'est pourquoi nous avons procédé à une deuxième estimation pour la même période, en éliminant  $ASY$  et la variable retardée (sixième colonne). L'élimination de  $ASY$  et  $D^2 p_{t-4}$  rend  $D95$  à nouveau fortement significative. Toutefois, elle fait également apparaître de l'autocorrélation au niveau du quatrième ordre. Le résultat ainsi obtenu est de 3,9%, ce qui est très proche de l'estimation figurant dans la cinquième colonne du tableau 2.

Nous avons ensuite voulu tester la fiabilité du NAIRU sous la forme d'intervalles de confiance. Pour le calcul de ces intervalles de confiance, nous suivons la méthode adoptée par Steiger, Stock et Watson (1997). Il faut avant tout créer une nouvelle série, constituée par l'écart entre le chômage

4 Cette équation peut être également obtenue en partant d'un système initial à deux équations – une pour les prix et une pour les salaires nominaux –, tel que cela est présenté par Blanchard et Katz (1996) ou encore Setterfield et al. (1992).

5 Malgré l'introduction de la variation de l'inflation retardée, une certaine autocorrélation persiste dans les deuxième et troisième équations.

effectif et le taux de chômage supposé correspondre au NAIRU:  $u_t - u^*$ . Si le NAIRU correspond effectivement au chiffre  $u^*$  employé, alors on peut calculer une régression sur la base de l'équation (3), dans laquelle la constante devrait être égale à zéro. Tant que cette constante conserve une valeur jugée statistiquement non significative au seuil de 5%, nous pouvons accepter l'hypothèse que le NAIRU est égal à  $u^*$ . Par tâtonnement, en introduisant dans la série  $u_t - u^*$  des valeurs de  $u^*$  qui s'éloignent progressivement de notre estimation du NAIRU, nous obtenons l'intervalle de confiance désiré. Nous pouvons alors affirmer que le NAIRU se trouve à l'intérieur de cet intervalle, et cela avec une probabilité de 95%.

Les résultats figurant dans le bas du tableau 2 indiquent que plus le NAIRU s'est accru, plus l'incertitude concernant son niveau effectif a augmenté. Les estimations manquent de fiabilité, notamment lorsqu'elles concernent des phases conjoncturelles inachevées, comme c'est le cas de la période actuelle, caractérisée par un début de reprise et des taux de chômage élevés. Le NAIRU, estimé à 4% pour la période la plus récente, se trouve en effet dans un intervalle de confiance à 95% qui va de 1,7% à 4,4%. Finalement, seule la consolidation de la reprise pourra nous fournir des renseignements plus précis sur le niveau actuel du NAIRU. Il est probable que la diminution du chômage conduise à une révision à la baisse du chiffre

du NAIRU. Cette hypothèse est conforme aux enseignements de Steiger, Stock et Watson (1996, 1997) qui ont montré que le NAIRU varie en suivant les mouvements du taux de chômage effectif.

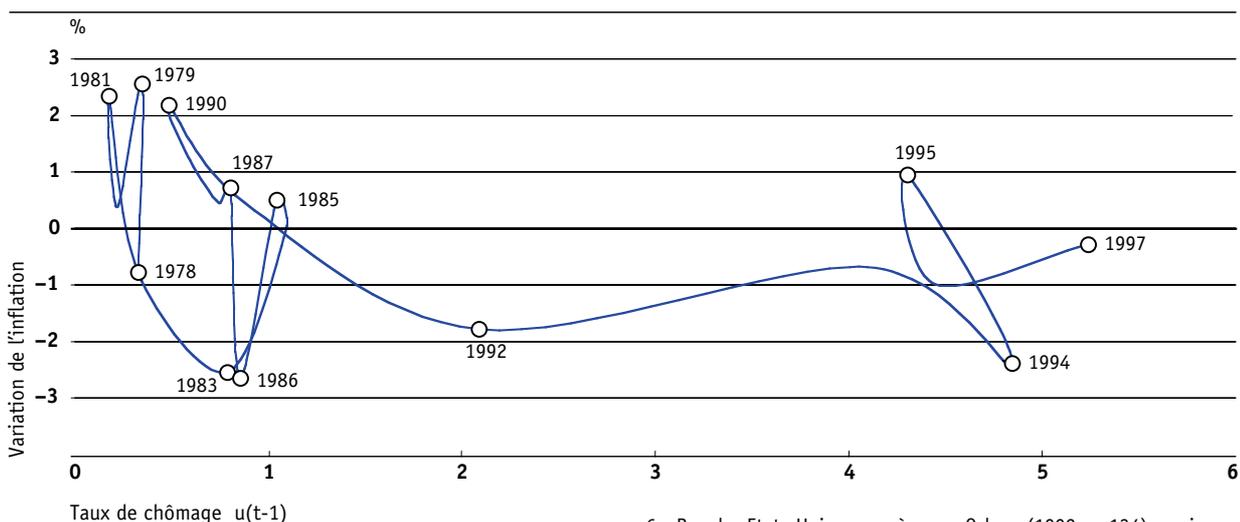
Un nombre croissant de contributions scientifiques mettent en évidence les problèmes de variabilité du NAIRU (Chang, 1997; Espinosa-Vega et Russel, 1997; Staiger, Stock et Watson, 1996 et 1997; King, Stock et Watson, 1995; Setterfield, Gordon et Osberg, 1992). Il est important de noter que ces problèmes sont indépendants de la méthode d'estimation employée et du pays auquel le modèle est appliqué. Ils ne concernent donc pas la Suisse uniquement.<sup>6</sup>

Au-delà de l'incertitude sur le *niveau* actuel exact du NAIRU, nos calculs dégagent néanmoins un résultat clair en ce qui concerne le *trend*. Le NAIRU s'est nettement accru entre la fin des années soixante-dix et la période actuelle. Après un premier déplacement dans la deuxième moitié des années quatre-vingt, le NAIRU a encore progressé depuis le début de la récession des années quatre-vingt-dix. C'est une tendance qui se dégage également des calculs de l'OCDE (1996) et de Stalder (1994).

Nous avons jusqu'ici admis que la relation entre le niveau du chômage et la variation de l'inflation était linéaire. Cette hypothèse n'est pas partagée par tous les auteurs. Akerlof et al. (1996) soutiennent la thèse de la convexité de la courbe

Variation de l'inflation et chômage, 1978-1997 (moyennes annuelles)

Graphique 3



6 Pour les Etats-Unis, pays où l'on considère normalement que les estimations du NAIRU sont relativement précises, Staiger, Stock et Watson (1997) ont calculé un intervalle de confiance à 95% de 4,3% à 7,3% pour la période la plus récente. Pour le Canada, Setterfield, Gordon et

Osberg (1992, p. 134) parvient à la conclusion suivante: «It is therefore our conclusion that even the best available technology fails to recommend any consensus value of the NAIRU in Canada».

	1978:4– 1981:1	1981:1– 1990:2	1990:2– 1997:4	1990:2– 1993:4	1993:4– 1997:4	1993:4– 1997:4
	1	2	3	4	5	6
Constante	<b>0.04579*</b> (0.0195)	<b>0.01097*</b> (0.0057)	<b>0.00809*</b> (0.0044)	<b>0.01483*</b> (0.0074)	<b>0.10535**</b> (0.0435)	<b>0.08405**</b> (0.0375)
$u_{t-1}$	<b>-0.14547**</b> (0.0564)	<b>-0.01564*</b> (0.0078)	<b>-0.00483***</b> (0.0013)	<b>-0.00728**</b> (0.0028)	<b>-0.02604**</b> (0.0093)	<b>-0.02139**</b> (0.0080)
$D^2p_{t-1}$ <sup>1</sup>		<b>0.66540***</b> (0.1104)	<b>0.54297***</b> (0.1761)			
$D^2p_{t-4}$	<b>-1.21722***</b> (0.2451)	<b>-0.35559***</b> (0.1227)	<b>-0.58395***</b> (0.1919)	<b>-0.48390*</b> (0.2421)	<b>-0.25932</b> (0.2076)	
ASY	<b>0.00674***</b> (0.0013)	<b>0.00079</b> (0.0006)	<b>0.00271***</b> (0.0009)	<b>0.00450***</b> (0.0010)	<b>0.00037</b> (0.0013)	
D95			<b>0.02113***</b> (0.0052)		<b>0.00971</b> (0.0080)	<b>0.01746***</b> (0.0049)
D97			<b>0.01635***</b> (0.0047)		<b>0.02530***</b> (0.0062)	<b>0.02513***</b> (0.0060)
Nombre d'observations	10	38	31	15	17	17
R <sup>2</sup>	0.929	0.704	0.771	0.869	0.824	0.795
Adjusted R <sup>2</sup>	0.894	0.668	0.713	0.834	0.744	0.747
LM test <sup>2</sup>						
premier ordre	0.6108	0.0179	0.0114	0.8289	0.1522	0.2270
deuxième ordre	0.1946	0.0345	0.0578	0.9768	0.3261	0.3197
troisième ordre	0.3036	0.0801	0.0663	0.6809	0.4985	0.3029
quatrième ordre	0.0418	0.1150	0.0094	0.3317	0.1772	0.0224
<b>NAIRU</b>	<b>0,3 %</b>	<b>0,7 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>2 %</b>	<b>4 %</b>	<b>3,9 %</b>
<b>Intervalle de confiance à 95%</b>	<b>0–0,5 %</b>	<b>0–2 %</b>	<b>0–2,5 %</b>	<b>0–2,6 %</b>	<b>1,7–4,4 %</b>	<b>0,8–4,3 %</b>
<b>Min/max constatés</b>	<b>0,2–0,4 %</b>	<b>0,2–1,2 %</b>	<b>0,5–5,4 %</b>	<b>0,5–4,8 %</b>	<b>4,8–5,4 %</b>	<b>4,8–5,4 %</b>

1 Dans l'équation 3, le retard est de 3 trimestres.

2 Si la valeur du test est supérieure à 0,0500, cela signifie que l'hypothèse H0 «pas d'autocorrélation» ne peut pas être rejetée au seuil de 5%.

Les symboles \* indiquent que le coefficient est significatif au seuil de 10% (\*), 5% (\*\*) ou 1% (\*\*\*).

Les chiffres entre parenthèses fournissent l'écart-type des coefficients estimés.

de Phillips. Cela implique que l'augmentation de l'inflation engendrée par des taux de chômage inférieurs au NAIRU est plus forte que la diminution de l'inflation produite par des niveaux de chômage supérieurs au NAIRU. Eisner (1996) défend la thèse opposée. D'après cet auteur, la courbe de Phillips serait concave. Cela implique que le recul de l'inflation engendré par des taux de chômage supérieurs au NAIRU est plus rapide que l'augmentation de l'inflation produite par des niveaux de chômage inférieurs au NAIRU.

Nous proposons d'analyser ces deux suggestions à l'aide de variables muettes introduites dans les trois premières équations du tableau 2.  $DA$  est égale à zéro pour des taux de chômage plus élevés que le NAIRU et elle est égale à un lorsque le taux de chômage est plus faible que le NAIRU. Les valeurs de référence du NAIRU sont celles qui résultent du tableau 2. Le produit de ces variables muettes et du taux de chômage  $u_{t-1}$  est introduit comme variable supplémentaire dans l'équation (4) pour les périodes 1978:04–1981:01, 1981:01–1990:02 et 1990:02–1997:04. Un coefficient significatif de signe négatif confirmerait l'idée de la convexité de la courbe. Un coefficient significatif de signe positif impliquerait par contre la concavité de la courbe. Les résultats présentés dans le tableau 3 montrent que ces variables muettes ne sont pas statistiquement significatives. Par conséquent, l'hypothèse de la linéarité de la relation ne semble pas pouvoir être rejetée.<sup>7</sup>

7 Contrairement à nos résultats, Lüscher (1998) soutient la thèse d'une courbe de Phillips non linéaire pour la Suisse. Ses calculs sont toutefois fondés sur la relation output-inflation et s'appliquent à une période plus

longue. La relation output-inflation fait également preuve d'une meilleure stabilité que la relation inflation-chômage.

**Test de linéarité de la courbe de Phillips**, variable dépendante:  $D^2p$   
Données trimestrielles

Tableau 3

	1978:4–1981:1	1981:1–1990:2	1990:2–1997:4
	1	2	3
Constante	<b>0.03031</b> (0.031)	<b>0.00678</b> (0.006)	<b>0.01279**</b> (0.006)
$u_{t-1}$	<b>-0.10250</b> (0.088)	<b>-0.01241</b> (0.008)	<b>-0.00582***</b> (0.001)
$D^2p_{t-1}$ <sup>1</sup>		<b>0.66069***</b> (0.109)	<b>0.55967***</b> (0.174)
$D^2p_{t-4}$	<b>-1.18100***</b> (0.263)	<b>-0.38346***</b> (0.123)	<b>-0.56657***</b> (0.190)
ASY	<b>0.00682***</b> (0.001)	<b>0.00058</b> (0.001)	<b>0.00281***</b> (0.001)
D95			<b>0.02153***</b> (0.005)
D97			<b>0.01728***</b> (0.005)
DA7881 · $u_{t-1}$	<b>0.0261</b> (0.039)		
DA8190 · $u_{t-1}$		<b>0.0120</b> (0.009)	
DA9097 · $u_{t-1}$			<b>-0.00691</b> (0.005)
$R^2$	0.935	0.719	0.786
Adjusted $R^2$	0.883	0.675	0.720

1 Dans l'équation 3, le retard est de 3 trimestres.

Les symboles \* indiquent que le coefficient est significatif au seuil de 10% (\*), 5% (\*\*) ou 1% (\*\*\*).  
Les chiffres entre parenthèses fournissent l'écart-type des coefficients estimés.

## 4. Conclusions

Plusieurs économistes soutiennent la thèse que, par le biais de l'évolution des salaires nominaux, le marché du travail exerce une importante influence sur l'inflation. Le niveau du taux de chômage est le reflet du rapport entre l'offre et la demande sur le marché du travail. Le NAIRU représente le taux de chômage qui devrait assurer l'absence de pressions à la hausse ou à la baisse sur le taux d'inflation. Si la banque centrale pouvait identifier le NAIRU avec précision et en tout temps, celui-ci constituerait un indicateur précieux. Il suffirait d'observer l'écart entre le taux de chômage effectif et le NAIRU pour déterminer s'il faut maintenir la politique monétaire inchangée ou bien adopter une position plus restrictive ou plus expansionniste.

Dans cet article, nous avons essayé d'estimer le niveau du chômage structurel en Suisse et d'analyser l'utilité que la Banque nationale pourrait retirer de ces informations. Le chômage structurel a été estimé à l'aide de la courbe de Beveridge d'abord et d'une courbe de Phillips augmentée des anticipations inflationnistes ensuite. Les résultats peuvent être résumés en trois points.

Premièrement, nos calculs confirment généralement l'existence en Suisse d'une corrélation négative entre le niveau du chômage d'un côté et le taux d'inflation ou la variation de l'inflation de l'autre. Toutefois, l'importance et le signe de cette corrélation varient dans le temps. Parfois, elle devient positive. Cela suggère que, en plus de l'évolution des salaires, d'autres facteurs jouent un rôle significatif dans la détermination du comportement de l'inflation.

Deuxièmement, nous avons montré que l'incertitude quant au niveau exact du seuil de chômage structurel est élevée, en particulier pour la période la plus récente. Le NAIRU estimé se situe dans une intervalle de confiance qui va de 1,7% à 4,4%. Selon la méthode basée sur la courbe de Beveridge, le taux de chômage structurel a été cal-

culé à 1,4% pour la période 1993:11-1998:2. D'autres estimations sur des sous-périodes plus courtes conduisent à un taux qui varie entre 1,2% et 1,9%. L'incertitude qui caractérise les estimations du taux de chômage structurel constitue un obstacle important quant à son utilisation dans le cadre de la politique monétaire.

Troisièmement, et en conclusion, nous soulignons le fait qu'au-delà de l'incertitude sur le niveau actuel exact du taux de chômage structurel, les deux méthodes démontrent qu'il y a eu une augmentation de ce taux entre le milieu des années soixante-dix et la période la plus récente. L'accroissement le plus marqué a eu lieu durant la récession des années quatre-vingt-dix. Ces résultats soulignent par conséquent la nécessité d'études qui puissent renseigner sur les origines précises de ce phénomène, et qui puissent ainsi constituer une base de réflexion à l'adoption de mesures structurelles adaptées dans les domaines de la politique du marché du travail et de la formation.

## Bibliographie

- Akerlof, George, William Dickens et George Perry. 1996. The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 1–76.
- Ball, Laurence. 1996. Disinflation and the NAIRU. NBER Working Paper 5822. Cambridge (MA).
- Blanchard, Olivier et Lawrence F. Katz. 1996. What We Know and Do Not Know About The Natural Rate of Unemployment. NBER Working Paper 5520. Cambridge (MA).
- Chang, Roberto. 1997. Is Low Unemployment Inflationary? *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta 82/1: 4–13.
- Clark, Peter, Douglas Laxton et David Rose. 1996. Asymmetry in the US Output-Inflation Nexus. *IMF Staff Papers* 43/1: 216–251.
- De Masi, Paula et S. G. B. Henry. 1996. Aspects of The Swiss Labor Market. IMF Working Paper. Washington D.C.
- Eisner, Robert. 1996. A New View of the NAIRU. Northwestern University Working Paper.
- Espinosa-Vega, Marco A. et Steven Russel. 1997. History and Theory of the NAIRU: A Critical Review. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta 82/2: 4–25.
- Flückiger, Yves. 1994. Analyse des causes de l'augmentation actuelle du chômage en Suisse et à Genève. Université de Genève.
- Friedman, Milton. 1968. The Role of Monetary Policy. *American Economic Review* 58: 1–17.
- Gordon, Robert J. 1996. Time Varying Nairu and Its Implications for Economic Policy. NBER Working Paper 5735. Cambridge (MA).
- King, Robert G., James H. Stock et Mark W. Watson. 1995. Temporal Instability of the Unemployment-Inflation Relationship. *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago 19/3: 2–12.
- Lüscher, Barbara. 1998. Asymmetrie im Output-Inflations-Zusammenhang: Schätzergebnisse und Implikationen. Banque nationale suisse: mimeo.
- Modigliani, Franco et Lucas Papademos. 1975. Targets for Monetary Policy in the Coming Year. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 141–163.
- OECD. 1993, 1996. OECD Economic Surveys: Switzerland. Paris.
- Scarpetta, Stefano. 1996. Le rôle des politiques du marché du travail et des dispositions institutionnelles concernant le chômage: une comparaison internationale. *Revue économique de l'OCDE* 26/ 1: 53–113.
- Setterfield, M. A., D. V. Gordon et L. Osberg. 1992. Searching for a Will o' Wisp - An Empirical Study of the NAIRU in Canada. *European Economic Review* 36: 199–136.
- Sheldon, George. 1993. Konjunkturelle und strukturelle Aspekte des schweizerischen Arbeitsmarkt. Bundesamt für Konjunkturfragen. Studie Nr. 16. Bern.
- Staiger, D., James H. Stock et Mark W. Watson. 1996. How Precise Are Estimates of the Natural Rate of Unemployment? NBER Working Paper 5477. Cambridge.
- Staiger, D., James H. Stock et Mark W. Watson. 1997. The NAIRU, Unemployment and Monetary Policy. *Journal of Economic Perspectives* 11/1: 33–49.
- Stalder, Peter. 1994. Ungleichgewichte auf dem schweizerischen Arbeitsmarkt: eine ökonometrische Modellschätzung. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 130/3: 445–463.
- Stiglitz, Joseph. 1997. Reflections on the Natural Rate Hypothesis. *Journal of Economic Perspectives* 11/1: 3–10.
- Zanetti, Attilio. 1997. Rigidité des prix nominaux, changements des prix relatifs et inflation. *Revue suisse d'économie politique et de statistique* 133/3: 477–496.





## Convention régissant la distribution des bénéfices

Le 8 avril 1998, le Conseil fédéral a approuvé le texte d'une nouvelle convention régissant la distribution des bénéfices de la Banque nationale. Cette convention passée entre le Département fédéral des finances et l'institut d'émission prévoit une distribution fixée sur la base des bénéfices attendus pendant une période de cinq ans. De 1999 à 2003, un montant de 1,5 milliard de francs sera ainsi versé chaque année. Il reviendra à raison d'un tiers à la Confédération et de deux tiers aux cantons. La nouvelle convention stabilise mieux la distribution annuelle des bénéfices, ce qui facilite la tâche de la Confédération et des cantons en matière de planification financière. Elle remplace la stratégie de distribution des bénéfices qui avait été définie en 1992. Le principe retenu à l'époque voulait que les provisions de la Banque nationale augmentent au même rythme que le produit national brut nominal. Dans le but de stabiliser les montants distribués, un plafond avait été fixé à 600 millions de francs par an. En vertu de la nouvelle convention, les provisions de la Banque nationale doivent continuer de croître au même rythme que le PNB nominal. Sur la base d'une prévision des recettes de la Banque nationale, le bénéfice est maintenu constant pendant cinq ans, à condition toutefois que les provisions ne tombent pas au-dessous de 60% du montant visé. La distribution annuelle a été portée à 1,5 milliard de francs parce que la Banque nationale, grâce à une révision de la loi qui la régit, peut gérer plus efficacement ses réserves monétaires depuis l'exercice 1998. Les bénéfices seront versés dès l'approbation par l'Assemblée générale des actionnaires – donc à fin avril 1999 pour la première fois – à l'Administration fédérale des finances qui est chargée de la distribution à la Confédération et aux cantons. Afin de répartir le mieux possible les distributions lors de la phase de transition entre l'ancienne stratégie et la nouvelle convention, la Banque nationale a versé le bénéfice de l'exercice 1997 (600 millions de francs selon l'ancienne stratégie) à fin avril 1998 déjà. Initialement, ce versement était prévu pour janvier 1999.

## Message concernant un nouvel article constitutionnel sur la monnaie

Le 27 mai 1998, le Conseil fédéral a adressé au Parlement un message concernant un nouvel article constitutionnel sur la monnaie. La modification proposée vise à abolir le rattachement, devenu obsolète, du franc à l'or et à adapter le droit monétaire aux réalités de notre époque. Le projet de révision repose sur les travaux préparatoires du groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (voir Bulletin trimestriel no 4/1997, p. 381).

L'article sur la monnaie, tel qu'il est proposé, veut remplacer les articles constitutionnels sur la banque d'émission et sur la monnaie par un régime monétaire moderne, dans lequel la Banque nationale aura une mission clairement définie et une indépendance reconnue. La Banque nationale devra mener une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays, tout en donnant la priorité à l'objectif de la stabilité des prix. Le statut d'indépendance ira de pair, dans la constitution, avec l'obligation pour la Banque nationale de rendre compte de sa politique. Enfin, la Banque nationale devra détenir, selon le nouvel article constitutionnel, les réserves monétaires – une partie en or – nécessaires à l'accomplissement de sa mission. Etant donné qu'elle disposera, après une évaluation de l'or à un prix plus proche de celui du marché, de réserves monétaires supérieures à ce dont elle a besoin pour la conduite de la politique monétaire, la moitié environ de ses 2590 tonnes d'or pourra être mise à disposition pour d'autres affectations publiques. Selon les intentions du Conseil fédéral, cette part restera propriété de la Banque nationale, à l'exception du capital prévu pour la dotation de la Fondation Suisse solidaire. Elle sera transformée en placements rémunérateurs et confiée à des gestionnaires de fortune externes. Les revenus ainsi obtenus iront, conformément à l'actuelle clé de répartition, pour un tiers à la Confédération et pour deux tiers aux cantons.

**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%)  
Compte postal 80-148-3

**Internet**

<http://www.snb.ch>

