

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

# Bulletin trimestriel



# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Juin

2/2000

18<sup>e</sup> année



## Table des matières

4	Sommaire
5	Übersicht
6	Sommario
7	Abstracts
8	<b>Décisions de politique monétaire</b>
12	<b>Situation économique et monétaire en Suisse</b>
13	1 Environnement international
13	1.1 Conjoncture
15	1.2 Evolution monétaire
16	1.3 Perspectives conjoncturelles
17	2 Evolution monétaire
17	2.1 Taux d'intérêt
20	2.2 Cours de change
21	2.3 Agrégats monétaires
23	2.4 Crédits et marché des capitaux
25	3 Demande globale et production
25	3.1 Produit intérieur brut et production industrielle
27	3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes
29	3.3 Investissements
31	3.4 Consommation
31	3.5 Taux d'utilisation des capacités de production
32	4 Marché du travail
32	4.1 Emploi
33	4.2 Chômage
34	5 Prix à la consommation
34	5.1 Renchérissement selon la provenance des biens
35	5.2 Renchérissement selon les catégories de biens
35	5.3 Renchérissement de base
35	5.4 Nouvel indice des prix à la consommation à partir de mai 2000
36	6 Perspectives de renchérissement
36	6.1 Evolution des prix sur le plan international et cours de change
37	6.2 Utilisation des capacités de production en Suisse
38	6.3 Prévisions de renchérissement pour l'an 2000
38	6.4 Prévisions de renchérissement pour les années 2001 et 2002
40	<b>Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse du 28 avril 2000</b> Eduard Belser
44	<b>Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse du 28 avril 2000</b> Hans Meyer
52	<b>La gestion des placements de devises par la Banque nationale suisse</b> Thomas Stucki
60	<b>Chronique monétaire</b>

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

La Banque nationale suisse a décidé, le 15 juin 2000, de resserrer davantage sa politique monétaire et de porter de 2,5%–3,5% à 3%–4% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Jusqu'à nouvel avis, elle vise la zone médiane de cette marge. Les relèvements successifs du Libor à trois mois – compte tenu de la hausse de la mi-juin, ce taux a augmenté au total de 1,75 point depuis le début de l'an 2000 – devraient empêcher que l'essor de la conjoncture ne menace durablement la stabilité du niveau des prix en Suisse au cours des prochaines années.

## **Situation économique et monétaire (p. 12)**

Avec, pour toile de fond, une conjoncture mondiale favorable, l'économie suisse a continué à bénéficier, au premier trimestre de 2000, d'une croissance vigoureuse et reposant sur une large assise. Les exportations sont restées un important soutien de la conjoncture. En outre, la demande intérieure – en particulier l'activité dans la construction – a gagné une nouvelle fois en vigueur. L'emploi a progressé dans tous les secteurs, et le chômage a poursuivi son mouvement de repli. Le renchérissement a augmenté légèrement, passant à 1,6% en mai; il avait quelque peu faibli au cours des quatre premiers mois de l'année. La hausse des prix du pétrole et des loyers explique son accélération.

Au cours du premier trimestre, la Banque nationale a resserré graduellement les rênes monétaires afin de contrecarrer le danger inflationniste croissant en Suisse. Elle a ainsi réagi à une série d'indicateurs qui annonçaient une accélération de la croissance économique. Le 23 mars, elle a relevé de 0,75 point la marge de fluctuation du Libor à trois mois pour la porter à 2,5%–3,5%. Au début de février, elle avait déjà augmenté cette marge d'un demi-point. Ces mesures ont entraîné une hausse des rémunérations servies sur le marché monétaire. Le relèvement de mars a conduit également à une revalorisation du franc face à l'euro. Au total, les conditions-cadres monétaires sont ainsi devenues sensiblement plus restrictives au cours des cinq premiers mois de l'année.

## **Assemblée générale des actionnaires (p. 40)**

Dans son premier exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale, le président du Conseil de banque, Eduard Belser, s'est penché sur le rôle des autorités de l'institut d'émission et sur des questions afférentes à l'organisation

de l'entreprise. A la Banque nationale, les exigences en matière de sécurité et de stabilité se posent non seulement sur le plan opérationnel, mais aussi dans le domaine financier. La réorganisation des mouvements de numéraire montre que la Banque nationale se concentre sur les tâches essentielles qui découlent de son mandat. Le nouvel article constitutionnel sur la monnaie et la loi sur l'unité monétaire et les moyens de paiement – cette loi est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> mai 2000 – créent de nouvelles conditions pour l'institut d'émission. La constitution mise à jour fait expressément obligation à la Banque nationale de détenir des réserves monétaires suffisantes. Le placement de ces réserves implique des risques, d'où le développement de la gestion des risques au cours des dernières années. La gestion des risques est placée sous la haute surveillance du Conseil de banque.

Le Président de la Direction générale, Hans Meyer, a commenté l'évolution économique et les récentes décisions de politique monétaire. La situation et les perspectives de l'économie suisse sont réjouissantes. Mais, revers de la médaille, des risques accrus pèsent sur la stabilité macroéconomique. Après une présentation des adaptations apportées à la stratégie de politique monétaire, Hans Meyer s'est livré à quelques considérations sur la stabilité et l'intégrité de la place financière. Il a ainsi rappelé que la pratique des agents opérant sur les marchés en matière de secret bancaire est importante, pour la Banque nationale également. Il a ensuite décrit les nouvelles dispositions constitutionnelles et légales sur la monnaie et a terminé son exposé par un chapitre sur les relations monétaires internationales. Il y a plaidé notamment pour que le FMI se concentre davantage sur ses tâches essentielles.

## **La gestion des placements de devises par la BNS (p. 52)**

Depuis la révision du 1<sup>er</sup> novembre 1997 de la loi sur la Banque nationale, la durée maximale des titres étrangers acquis par l'institut d'émission n'est plus limitée à 12 mois. La Banque nationale dispose ainsi de meilleures possibilités de diversifier ses placements de devises. L'article donne un aperçu des instruments de placement choisis par la Banque nationale ainsi que de la répartition du portefeuille selon la monnaie. Il présente en outre le processus de prises de décisions ainsi que les performances obtenues en 1998 et 1999.

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

Die Nationalbank beschloss am 15. Juni 2000, ihre Geldpolitik nochmals zu straffen und das Zielband für den Dreimonats-Libor von 2,5%–3,5% auf 3,0%–4,0% anzuheben. Sie strebt bis auf weiteres den mittleren Bereich des Zielbandes an. Die schrittweise Erhöhung des Dreimonats-Libor, die mit dem Zinsschritt von Mitte Juni seit Anfang Jahr 1,75 Prozentpunkte betrug, dürfte verhindern, dass der Konjunkturaufschwung die Preisstabilität in der Schweiz in den kommenden Jahren dauerhaft gefährdet.

## **Wirtschafts- und Währungslage (S. 12)**

Vor dem Hintergrund der günstigen internationalen Konjunktur setzte sich in der Schweiz das kräftige und breit abgestützte Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2000 fort. Die Exporte bildeten weiterhin eine wichtige Konjunkturstütze. Auch die Binnen nachfrage – insbesondere die Bautätigkeit – gewann jedoch weiter an Schwung. Die Beschäftigung stieg in allen Sektoren und die Arbeitslosigkeit bildete sich weiter zurück. Die Teuerung zog im Mai wieder leicht auf 1,6% an, nachdem sie sich in den ersten vier Monaten leicht zurückgebildet hatte. Ins Gewicht fielen die höheren Preise für Erdölprodukte und der Anstieg der Wohnungsmieten.

Die Nationalbank straffte im Laufe des ersten Quartals schrittweise ihre Geldpolitik, um der zunehmenden Inflationsgefahr in der Schweiz entgegenzuwirken. Sie reagierte damit auf eine Reihe von Indikatoren, die eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums anzeigten. Am 23. März hob sie das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,75 Prozentpunkte auf 2,5%–3,5% an, nachdem sie es bereits Anfang Februar um einen halben Prozentpunkt erhöht hatte. Im Zuge dieser Straffung stiegen die Geldmarktsätze deutlich. Nach dem Zinsschritt vom März gewann zudem der Franken gegenüber dem Euro an Wert. Insgesamt wurden damit die monetären Rahmenbedingungen im Laufe der ersten fünf Monate des Jahres deutlich restriktiver.

## **Generalversammlung der Aktionäre (S. 40)**

Der Präsident des Bankrates, Eduard Belser, ging an seiner ersten Generalversammlung der Rolle der Bankbehörden der Nationalbank und Fragen der Unternehmensorganisation nach. Anforderungen im Zusammenhang mit Sicherheit und Stabilität stellen sich für die Notenbank im operativen wie im finanziellen Bereich. Die Neuorganisation des Bargeldverkehrs zeigt, dass sich die Nationalbank im Rahmen ihres Auftrages auf die wesentlichen Aufgaben beschränkt. Der neue Währungsartikel in der Bundesverfassung und das am 1. Mai 2000 in Kraft getretene Gesetz über die Währung und die Zahlungsmittel schaffen neue Voraussetzungen für die Nationalbank. Die Nationalbank ist auch in der nachgeführten Bundesverfassung verpflichtet, ausreichende Währungsreserven zu halten. Die Anlage dieser Reserven birgt Risiken, weshalb das Risikomanagement in den letzten Jahren schrittweise angepasst worden ist. Es untersteht der Oberaufsicht des Bankrates.

Der Präsident des Direktoriums, Hans Meyer, äusserte sich zur Wirtschaftsentwicklung und zu den geldpolitischen Entscheiden, die damit in Zusammenhang stehen. Lage und Perspektiven der schweizerischen Wirtschaft sind derzeit erfreulich. Die Kehrseite der Medaille stellen die zunehmenden Risiken für die gesamtwirtschaftliche Stabilität dar. Einer Erläuterung des geänderten geldpolitischen Konzepts der Nationalbank folgten Betrachtungen über die Stabilität und Integrität des Finanzplatzes. Ein sorgfältiger Umgang mit dem schweizerischen Bankgeheimnis ist auch ein wichtiges Anliegen der Notenbank. Eine Beschreibung der neuen Währungsverfassung der Schweiz und Ausführungen über die internationalen Währungsbeziehungen, in denen für eine stärkere Ausrichtung des IWF auf seine Hauptaufgaben plädiert wird, bildeten den Schluss.

## **Das Management der Devisenanlagen durch die SNB (S. 52)**

Die von der Nationalbank erworbenen ausländischen Wertpapiere unterliegen seit der Revision des Nationalbankgesetzes vom 1. November 1997 nicht mehr der Beschränkung einer maximalen Laufzeit von 12 Monaten. Damit verfügt die Nationalbank über verbesserte Möglichkeiten zur Diversifikation ihrer Devisenanlagen. Dieser Aufsatz gibt einen Überblick über die von der Nationalbank gewählten Anlageinstrumente und die währungsmässige Zusammensetzung des Portfolios. Ausserdem werden der Entscheidungsprozess beschrieben und die Performance in den Jahren 1998 und 1999 erläutert.

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

Il 15 giugno 2000, la Banca nazionale ha deciso di conferire un corso più restrittivo alla sua politica monetaria, portando la fascia di oscillazione per il Libor a tre mesi dal 2,5%–3,5% al 3,0%–4,0%. Fino a nuovo avviso, la Banca nazionale mira alla zona centrale di tale fascia. Il rialzo progressivo del Libor a tre mesi – che, incluso l'aumento di metà giugno, è stato di 1,75 punti percentuali in totale dall'inizio dell'anno – dovrebbe impedire che, nei prossimi anni, la ripresa congiunturale possa minacciare durevolmente la stabilità dei prezzi in Svizzera.

### **Situazione economica e monetaria (p. 12)**

Nel contesto internazionale di una congiuntura economica favorevole, l'economia svizzera ha continuato a beneficiare, nel primo trimestre del 2000, di una crescita vigorosa e fondata su un'ampia base. Le esportazioni sono rimaste un sostegno importante della congiuntura e la domanda interna – soprattutto nel settore delle costruzioni – ha acquistato nuovo slancio. L'occupazione è aumentata in tutti i settori e il calo della disoccupazione è proseguito. Il rincaro, in leggero rallentamento durante i primi quattro mesi dell'anno, ha registrato una lieve ascesa in maggio, portandosi all'1,6%. Tale incremento è stato determinato, in modo particolare, dall'aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi e degli affitti.

Nel corso del primo trimestre, la Banca nazionale ha gradualmente ristretto le sue redini della sua politica monetaria per opporsi al crescente pericolo d'inflazione in Svizzera. L'istituto d'emissione ha così reagito ad una serie di indicatori che segnalavano un'accelerazione della crescita economica. Il 23 marzo, la Banca nazionale ha rialzato di 0,75 punti percentuali la fascia di oscillazione per il Libor a tre mesi, portandola al 2,5%–3,5%. All'inizio di febbraio, tale fascia era già stata aumentata di mezzo punto percentuale. Questi provvedimenti hanno indotto un netto aumento dei tassi d'interesse sul mercato monetario. Inoltre, la stretta monetaria del mese di marzo ha condotto ad un apprezzamento del franco rispetto all'euro. Complessivamente, nel corso dei primi cinque mesi dell'anno, le condizioni monetarie sono quindi divenute sensibilmente più restrittive.

### **Assemblea generale degli azionisti (p. 40)**

Nel suo primo discorso tenuto all'assemblea generale degli azionisti della Banca nazionale, Eduard Belsler, il presidente del consiglio di banca,

ha parlato della funzione delle autorità bancarie dell'istituto d'emissione e di altre questioni inerenti all'organizzazione aziendale. La Banca nazionale è confrontata ad esigenze in materia di sicurezza e di stabilità tanto sul piano operativo quanto su quello finanziario. La riorganizzazione del flusso delle operazioni in contanti dimostra che la Banca nazionale si concentra sui compiti essenziali che il suo mandato le conferisce. Il nuovo articolo costituzionale sulla moneta e la legge sull'unità monetaria e i mezzi di pagamento, entrata in vigore il 1° maggio 2000, creano nuove condizioni per l'attività della Banca. Anche la costituzione aggiornata vincola l'istituto d'emissione a detenere sufficienti riserve monetarie. L'investimento di tali riserve comporta alcuni rischi, ragione per la quale la gestione dei rischi ha subito un adattamento progressivo nel corso degli ultimi anni. La gestione dei rischi è posta sotto l'alta vigilanza del consiglio di banca.

Il presidente della direzione generale, Hans Meyer, ha commentato l'evoluzione economica e le recenti decisioni di politica monetaria. La situazione e le prospettive attuali dell'economia svizzera sono rallegranti. Tuttavia, rischi crescenti – il rovescio della medaglia – minacciano la stabilità macroeconomica. Dopo aver illustrato la nuova strategia di politica monetaria della Banca nazionale, Hans Meyer ha espresso alcune considerazioni in merito alla stabilità e all'integrità della piazza finanziaria, ricordando che anche l'istituto d'emissione accorda grande importanza ad un uso ragionevole del segreto bancario. Hans Meyer ha quindi descritto la nuova costituzione monetaria svizzera, prima di concludere il suo discorso formulando alcune considerazioni in merito ai rapporti monetari internazionali. A tale proposito, si è espresso a favore di una maggiore concentrazione dell'azione del FMI su quelli che sono i suoi principali compiti.

### **Gestione degli investimenti in divise operati della BNS (p. 52)**

Con la revisione della legge sulla Banca nazionale del 1° novembre 1997, la durata massima dei titoli esteri acquistati dalla Banca nazionale non è più limitata a dodici mesi. La Banca nazionale dispone così di migliori possibilità per diversificare i propri investimenti in divise. L'articolo in questione indica i mezzi d'investimento scelti dalla Banca nazionale come pure la ripartizione del portafoglio secondo le varie divise. Il testo descrive inoltre il processo decisionale e illustra i rendimenti ottenuti negli anni 1998 e 1999.

### **Monetary policy decisions (p. 8)**

On 15 June 2000, the Swiss National Bank decided to tighten its monetary policy once more and to increase the target range for the three-month Libor rate from 2.5%–3.5% to 3.00%–4.00%. For the time being, it continues to aim at the middle segment of the target range. The gradual increase in the three-month Libor rate, which – factoring in the interest rate adjustment of the middle of June – has amounted to 1.75% over the year to date, should ensure that the economic upswing does not permanently jeopardise price stability in Switzerland in the coming years.

### **Economic and monetary developments (p. 12)**

Bolstered by the favourable international economic situation, the robust and broad-based economic growth in Switzerland was sustained in the first quarter of 2000. Exports continued to provide strong support for the economy. Domestic demand – notably construction activity – gained additional momentum as well. Employment was up in all sectors, and jobless figures continued to recede. After having registered a slight decline in the first four months of the year, inflation picked up a little again to 1.6% in May. Higher prices for petroleum products and rising rents accounted for a large part of the increase.

During the course of the first quarter, the National Bank tightened its monetary policy gradually in order to counter the mounting threat of inflation in Switzerland. In so doing, it reacted to a number of indicators signalling an acceleration in economic growth. On 23 March, the National Bank increased the target range for the three-month Libor rate by 0.75% to 2.5%–3.5%, after having already lifted it by half a percentage point at the beginning of February. In the wake of this tightening, money market rates rose decisively. Furthermore – following the interest rate adjustment seen in March –, the Swiss franc appreciated vis-à-vis the euro. On the whole, monetary conditions thus became considerably more restrictive during the first five months of the year.

### **General Meeting of Shareholders (p. 40)**

At his first Annual General Meeting, Eduard Belser, President of the Bank Council, examined the role of the bank authorities of the National Bank and looked at questions relating to the institution's structure. The demands made on the central bank in connection with security and stability concern both the operational and financial areas. The reorganisation of the cash distribution concept demonstrates that – within the scope of its mandate – the National Bank limits itself to essential tasks. The new monetary article in the Federal Constitution and the Federal law on currency and payment instruments, which took effect as of 1 May 2000, create new conditions for the National Bank. The National Bank is still required to maintain adequate currency reserves under the revised Federal Constitution. As the investment of these reserves entails certain risks, risk management has been gradually redefined during the last few years. Overall supervision of risk management lies with the Bank Council.

The Chairman of the Governing Board, Hans Meyer, expressed his views on the economic development and the monetary policy decisions associated with it. Switzerland's current economic situation and prospects are encouraging. The increasing risks to the stability of the economy as a whole are the reverse side of the coin. An explanation of the National Bank's new monetary policy concept is followed by reflections on the stability and integrity of the financial centre. Careful handling of Swiss bank secrecy is also an important concern of the central bank. An outline of Switzerland's new monetary constitution and observations on international monetary relations, arguing in favour of a sharper focus on the IMF on its main tasks, conclude Mr Meyer's remarks.

### **Management of the SNB's foreign currency investments (p. 52)**

Since the revision of the National Bank Law of 1 November 1997, securities purchased by the National Bank are no longer subject to the provision restricting maturities to 12 months. Consequently, the National Bank has more leeway for diversifying its foreign currency investment portfolio. This article gives an overview of the investment instruments selected by the National Bank and the currency allocation of the portfolio. Furthermore, it outlines the decision-making process and comments on the performance in 1998 and 1999.

## Décisions de politique monétaire

Déclarations de Hans Meyer, président de la Direction générale de la Banque nationale suisse, à la conférence de presse que la Direction générale a donnée à Genève, le 15 juin 2000

Eu égard à sa mission, mais aussi à l'environnement économique actuel et aux tendances prévisibles de la conjoncture, la Banque nationale suisse a décidé, le 15 juin 2000, de durcir une nouvelle fois sa politique monétaire. Avec effet immédiat, elle a relevé de 50 points de base la marge de fluctuation du Libor à trois mois et l'a ainsi portée à 3%–4%.

La reprise que la conjoncture a amorcée au second semestre de 1999 a continué au cours de l'an 2000, avec une vigueur et une constance auxquelles on ne s'attendait pas. Pour l'ensemble de l'année, la Banque nationale prévoit une croissance du produit intérieur brut réel de quelque 3%. L'automne dernier, elle était partie d'une progression d'environ 2%.

A fin 1999, la Banque nationale tablait – selon la prévision d'inflation qu'elle avait alors publiée – sur des taux de renchérissement de 1,5% en 2000, de 1,7% en 2001 et de 1,8% en 2002. Au début de 2000 déjà, des signes annonçaient toutefois une reprise de la conjoncture plus vigoureuse que ce qui était attendu. Aussi la Banque nationale a-t-elle resserré les rênes monétaires plus rapidement et plus fortement qu'elle ne l'avait prévu. Elle a d'abord laissé le Libor à trois mois s'établir dans la partie supérieure de la marge de fluctuation de 1,25%–2,25%. Ensuite, début février, elle a accru de 50 points de base la marge de fluctuation, laquelle a ainsi passé à 1,75%–2,75%. Enfin, vers fin mars, elle est arrivée à la conclusion qu'un nouveau resserrement était indiqué. C'est pourquoi elle a encore relevé de 75 points de base la marge de fluctuation pour la porter à 2,5%–3,5%. Si elle avait maintenu le Libor à trois mois à son niveau de début janvier 2000, l'inflation aurait passé nettement au-dessus de 2% cette année déjà (voir graphique 1).

Au premier trimestre de 2000, la croissance de l'économie suisse a atteint plus de 3% en termes réels. Pour le deuxième trimestre, on peut escompter un taux du même ordre de grandeur. Cette vigoureuse expansion repose sur une large assise. En comparaison annuelle, les exportations ont augmenté d'environ 10%. L'évolution économique favorable chez nos partenaires commerciaux et la situation régnant sur les marchés des changes y ont contribué. La conjoncture intérieure est quant à elle marquée par une nette accélération des investissements en constructions, une demande soutenue de biens d'équipement et des dépenses de consommation toujours vives.

Sur le marché du travail aussi, la situation a évolué favorablement. Aujourd'hui, la Suisse est proche du plein-emploi. Des signes toujours plus nombreux de pénurie sont visibles avant tout pour la main-d'œuvre bien qualifiée. Tout comme la hausse du taux d'utilisation des capacités techniques de production, de tels signes de tensions indiquent que le potentiel de production de l'économie est actuellement presque entièrement mobilisé.

Les perspectives économiques sont bonnes. En Suisse comme à l'étranger, les principaux instituts de recherches conjoncturelles et organisations économiques ont en effet révisé à la hausse leurs prévisions pour l'année en cours. La conjoncture perdra quelque peu de sa vigueur, en 2001, sur le plan international. En Suisse, l'évolution sera probablement semblable. Les exportations seront touchées, et les investissements ressentiront les effets des hausses de taux d'intérêt intervenues depuis le début de l'année. En revanche, les dépenses de consommation des ménages resteront vraisemblablement vigoureuses.

Le réexamen de sa prévision d'inflation a amené la Banque nationale à conclure que les resserrements apportés jusqu'ici à sa politique monétaire ne devraient pas suffire, dans ces circonstances, à assurer la stabilité des prix à moyen terme. Si la Banque nationale maintenait le Libor à trois mois à son niveau d'environ 3%, elle devrait compter avec un renchérissement supérieur à 2% au cours des prochaines années. Aussi un nouveau relèvement de la marge de fluctuation est-il nécessaire. La croissance actuelle de l'économie suisse excédant le potentiel de production, une accélération du renchérissement à plus de 2% ne pourra sans doute pas être évitée, l'an prochain, en dépit des durcissements successifs apportés à la politique monétaire. Selon la prévision d'inflation de l'institut d'émission, cette accélération ne devrait être que temporaire. Comme le montre le graphique 2, le renchérissement devrait s'inscrire de nouveau au-dessous de 2% au cours des années suivantes. La politique monétaire plus restrictive modérera sans doute la croissance, avec le décalage habituel. L'évolution des agrégats monétaires donne des signaux allant dans le même sens.

La prévision d'inflation pour les trois prochaines années repose sur un Libor à trois mois de 3,5%. Elle indique l'évolution probable du renchérissement si la conjoncture économique en Suisse et à l'étranger correspond aux attentes de la Banque nationale. Comme toujours, l'évolution économique n'est finalement pas prévisible. C'est pourquoi il faudra suivre attentivement les développements et tirer les conclusions qui s'imposent pour la politique monétaire.

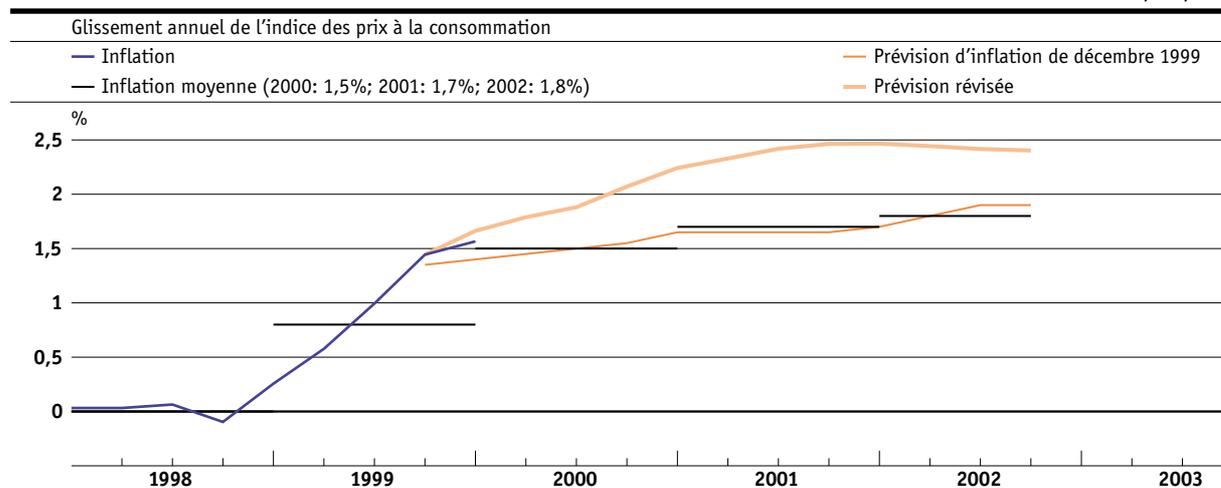
Il est encore trop tôt pour porter un jugement en profondeur sur la stratégie de politique monétaire après l'adaptation que la Banque nationale a apportée au début de l'année. On peut néanmoins constater aujourd'hui déjà que les réactions ont été dans l'ensemble positives. Deux aspects en particulier ont été salués: la transparence accrue et le fait que le processus de décision repose explicitement sur une large assise qui englobe tous les principaux indicateurs. Sur le plan opérationnel, le choix du Libor à trois mois en tant que variable-cible s'est avéré judicieux. L'expérience acquise jusqu'ici confirme cependant que l'institut d'émission n'a pas trouvé l'œuf de Colomb. Dans tout processus de décision, des questions d'appréciation interviennent inmanquablement. De même, chaque appréciation de la situation est forcément entachée d'incertitudes, et les interactions macroéconomiques ne seront jamais parfaitement transparentes.

En résumé, on peut d'abord rappeler les aspects réjouissants de l'évolution actuelle. Selon toute probabilité, l'économie suisse atteindra cette année une croissance très substantielle, le plein-emploi et la stabilité du niveau des prix. La médaille a bien sûr son revers: le risque tendanciellement croissant qui pèse sur la stabilité macroéconomique. Pour autant qu'on puisse en juger aujourd'hui, il devrait être possible, grâce au degré de rigueur de la politique monétaire, de parvenir à assurer la stabilité des prix à moyen terme.

Il convient ensuite d'attirer l'attention sur un danger à un peu plus long terme. Cette évolution réjouissante risque en effet d'occulter la nécessité d'améliorer les conditions-cadres macroéconomiques en tenant compte des aspects sociaux.

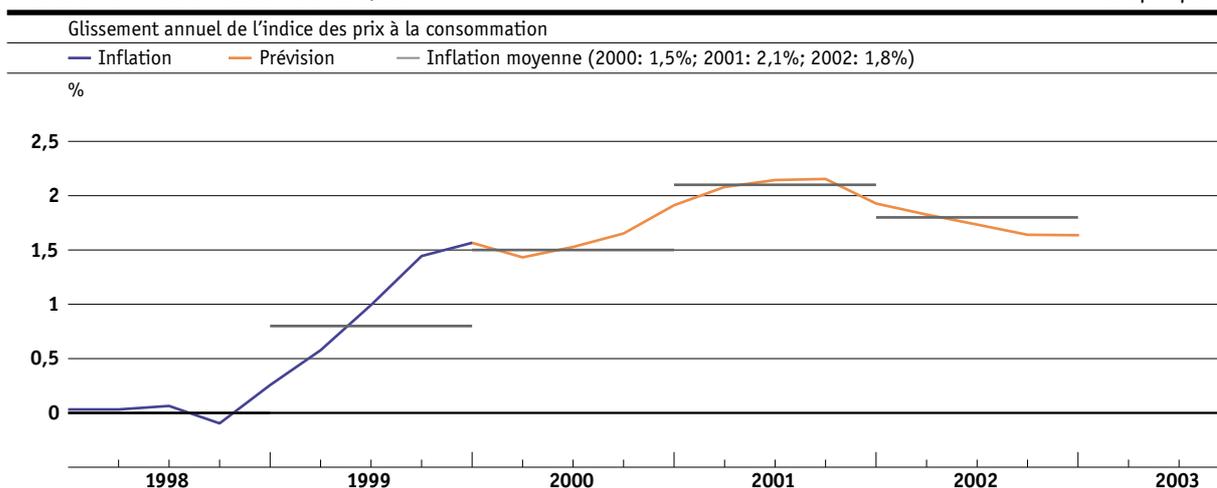
Prévision d'inflation révisée avec Libor à 1,75%

Graphique 1



Prévision d'inflation avec Libor à 3,5%

Graphique 2





# Situation économique et monétaire en Suisse

Rapport destiné à la Direction générale, pour l'examen trimestriel de la situation, et au Conseil de banque

Le rapport a été approuvé le 8 juin 2000. 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

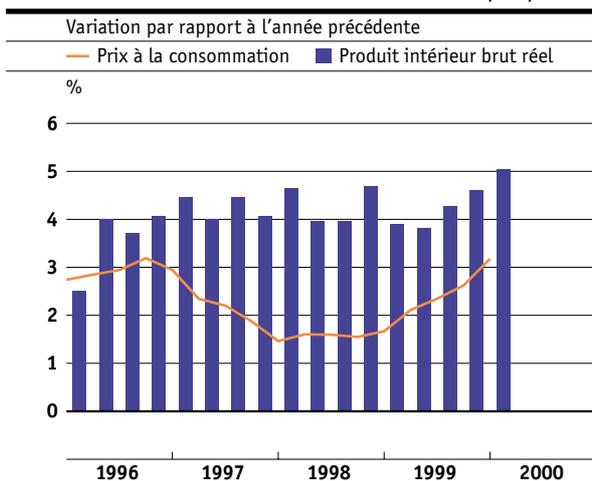
Après avoir fortement gagné en vigueur au second semestre de 1999, l'économie mondiale a enregistré une vive croissance au premier trimestre de 2000. Les Etats-Unis sont restés la locomotive de la conjoncture, mais l'évolution économique a été dynamique en Europe également. Le Japon, où le redémarrage n'a été que léger, fait exception à la règle. La plupart des régions hors OCDE ont contribué elles aussi à la croissance de l'économie mondiale; la production a sensiblement augmenté, avant tout dans les pays d'Asie orientale, et la reprise s'est poursuivie en Europe centrale et orientale ainsi qu'en Amérique latine.

## 1.1 Conjoncture

### Croissance toujours forte aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, le produit intérieur brut réel a de nouveau marqué une forte expansion au premier trimestre; il dépassait de 5,1% le niveau observé un an auparavant, contre 4,6% à la période précédente. La consommation privée a continué à apporter la principale contribution à la croissance, mais des effets stimulants sont venus également des autres composantes de la demande intérieure, en particulier des investissements des entreprises. Dans la construction de logements, l'activité a retrouvé de la vigueur, après avoir faibli pendant les trimestres précédents. Les exportations se sont maintenues à leur niveau du quatrième trimestre; au second semestre de 1999, elles avaient progressé vigoureusement grâce à la reprise de la conjoncture en Europe et en Asie orientale.

Etats-Unis Graphique 1.1



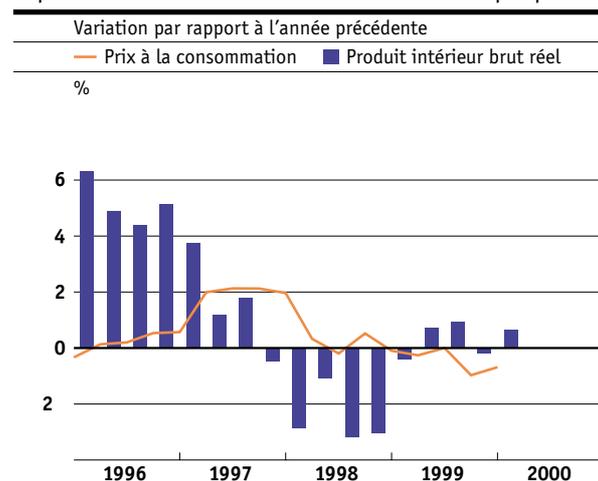
L'essor qui a continué à caractériser l'économie américaine a entraîné une nouvelle amélioration de l'emploi. En avril, le taux de chômage s'inscrivait à 3,9%, soit à un niveau qui n'avait plus été observé depuis 1970. Aussi les tensions se sont-elles renforcées sur le marché du travail. Au cours des premiers mois de l'an 2000, les coûts unitaires du travail ont fortement augmenté sous l'effet de l'accroissement des coûts de la main-d'œuvre et de gains minimes de productivité.

Au deuxième trimestre, l'économie américaine a montré de légers signes de tassement. La progression plus faible des chiffres d'affaires du commerce de détail laisse présager en particulier une croissance de la consommation privée moins forte qu'à la période précédente. Dans l'industrie, les entrées de commandes ont elles aussi perdu de leur élan. La demande étrangère est cependant restée vive.

### Evolution dynamique en Europe

Dans la zone euro, la vigoureuse croissance s'est poursuivie au premier trimestre. Le produit intérieur brut réel dépassait de 3,2% son niveau des trois premiers mois de 1999, contre 3,1% à la période précédente. L'expansion a été supérieure à la moyenne en France et dans la plupart des économies de moins grande taille de la zone euro; la conjoncture s'est cependant accélérée également en Allemagne et en Italie. La bonne situation conjoncturelle, qui reposait précédemment avant tout sur les exportations, a bénéficié d'un apport supplémentaire venant de la demande intérieure. Les exportations ont été stimulées par la croissance de l'économie américaine et par la reprise dans les régions hors OCDE, mais

Japon Graphique 1.2



Source pour graphiques 1.1 et 1.2:  
Banque des Règlements Internationaux  
(BRI)

aussi par l'affaiblissement considérable que l'euro a subi en 1999. Quant à la demande intérieure, elle a été renforcée principalement par les investissements en biens d'équipement; en outre, les investissements en constructions ont repris de la vigueur dans la plupart des pays.

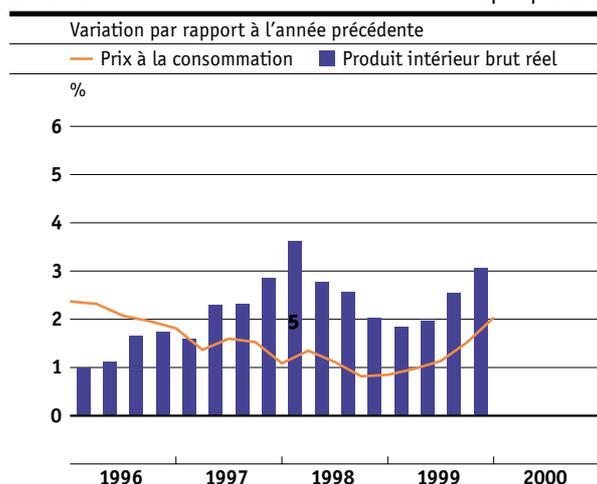
Selon l'enquête conjoncturelle que l'UE a menée en avril, l'essor économique devrait s'être maintenu au deuxième trimestre. Le climat s'est encore réchauffé chez les producteurs, et la confiance des consommateurs est restée à un haut niveau, grâce notamment à l'amélioration de la situation sur les marchés du travail. Dans la zone euro, le taux de chômage s'établissait à 9,2% en avril, contre 10,1% un an auparavant.

Contrairement à l'Europe continentale, le Royaume-Uni a enregistré, au premier trimestre, des signes manifestes d'un ralentissement de la croissance. L'industrie d'exportation en particulier a souffert de la fermeté de la livre. Les indicateurs pour le deuxième trimestre annoncent une nouvelle détérioration de la situation dans l'industrie; en revanche, le secteur des services devrait continuer à soutenir la conjoncture. En mars, le taux de chômage s'inscrivait à 3,9%; il était ainsi inférieur de 0,6 point à son niveau de mars 1999.

### Stagnation de la conjoncture au Japon

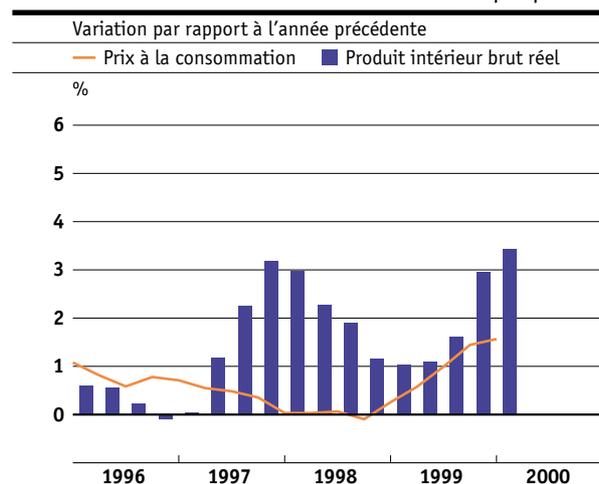
L'économie japonaise a montré des signes de reprise au premier trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,7% en comparaison annuelle; le trimestre précédent, il avait marqué un léger recul à la suite de l'affaiblissement de la consommation privée, de l'expiration des mesures prises par l'Etat pour stimuler la conjoncture et de la perte de dynamisme des exportations. Au premier trimestre, une amélioration a été observée avant tout du côté de la consommation privée, bien que le chômage ait de nouveau augmenté, passant de 4,7% en décembre à 4,9% en mars. En outre, les entreprises se sont montrées plus confiantes lors de la dernière enquête conjoncturelle. Leur optimisme se fondait principalement sur la demande étrangère toujours soutenue. Malgré la fermeté du yen, les exportations ont gagné en vigueur au premier trimestre et contribué ainsi à la hausse sensible de la production industrielle. Les investissements devraient profiter, en 2000, des mesures de relance que l'Etat a adoptées en automne 1999.

Zone euro Graphique 1.3



Source: BRI

Suisse Graphique 1.4



Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et Secrétariat d'Etat à l'économie (seco)

## 1.2 Evolution monétaire

### **Hausse du renchérissement dans les pays industrialisés**

Au premier trimestre de 2000, le renchérissement a continué à croître dans les grands pays industrialisés. Mesuré aux prix à la consommation, il s'établissait en moyenne à 2,6% en mars, contre 1,9% en janvier. Aux Etats-Unis, il a augmenté d'un point entre janvier et mars pour atteindre 3,7%; il a passé de 2,1% à 2,6% au Royaume-Uni et de 1,9% à 2,1% dans la zone euro. Au Japon, le niveau des prix a marqué un nouveau repli au premier trimestre, mais le repli a été moins fort que celui de la période précédente. En effet, l'indice des prix à la consommation était, en mars, 0,5% au-dessous du niveau observé un an auparavant; en décembre 1999, sa baisse avait été de 1,1%.

La hausse des prix du pétrole est la principale cause de l'accélération du renchérissement. Abstraction faite des coûts énergétiques, celui-ci est resté approximativement inchangé dans la plupart des pays industrialisés. L'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ayant décidé, à fin mars, d'augmenter la production, les prix des produits pétroliers ont ensuite légèrement diminué. Aussi le renchérissement, mesuré aux prix à la consommation, a-t-il fléchi pour s'inscrire, en avril, à 3% aux Etats-Unis et à 1,9% dans la zone euro. Au Royaume-Uni, il a toutefois augmenté encore, passant à 3% en avril; les coûts hypothécaires croissants expliquent cette accélération.

### **Nouveau relèvement des taux directeurs aux Etats-Unis et en Europe**

A mi-mai, la banque centrale des Etats-Unis a relevé d'un demi-point son taux directeur, le taux de l'argent au jour le jour, et l'a ainsi porté à 6,5%. Par cette hausse, elle a réagi à l'utilisation toujours forte des capacités de production et au danger inflationniste qui lui est lié. Depuis le milieu de 1999, les autorités monétaires américaines ont par conséquent augmenté leur taux directeur à six reprises, de 1,75 point au total. L'institut d'émission canadien a suivi le mouvement et fait passer son taux de l'escompte de 5,5% à 6%.

La Banque centrale européenne (BCE) a elle aussi resserré sa politique. Début juin, elle a majoré le taux des opérations principales de refinancement (pensions de titres) d'un demi-point, le portant à 4,25%. Elle avait déjà procédé à trois relèvements de 0,25 point chacun au début de février, à la mi-mars

et à fin avril. La BCE a justifié ces hausses par l'approvisionnement abondant de l'économie en liquidités et par la faiblesse persistante de l'euro. En mai, l'euro valait en moyenne 0,90 dollar, d'où un repli de 22,1% depuis janvier 1999. Vers fin mai, la monnaie européenne s'est toutefois raffermie pour s'inscrire à 0,93 dollar. Dans le sillage de la BCE, la banque centrale danoise a porté son taux de l'escompte de 3,5% à 3,75%, puis à 4,25%.

### **Politique monétaire inchangée au Royaume-Uni et au Japon**

La Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 6%, au deuxième trimestre, après l'avoir relevé deux fois dans les trois premiers mois de l'année. La Banque du Japon a continué à mener une politique ample et à mettre des liquidités à la disposition des banques à un taux d'intérêt proche de zéro. Le taux officiel de l'escompte est resté inchangé à 0,15%.

### **Repli des taux d'intérêt à long terme**

Les taux d'intérêt à long terme, qui avaient nettement augmenté dans tous les grands pays industrialisés – à l'exception du Japon – au cours de 1999 et avaient atteint un niveau record en janvier, se sont repliés à partir de février. Entre janvier et avril, ils ont diminué de 0,7 point aux Etats-Unis pour s'établir à 6%; ils ont passé de 5,8% à 5,3% au Royaume-Uni et de 5,7% à 5,4% dans la zone euro. Les taux à long terme ont continué à fluctuer autour de 1,8% au Japon. La baisse des taux aux Etats-Unis et en Europe s'explique par la diminution des anticipations inflationnistes à la suite du durcissement sensible de la politique monétaire.

## 1.3 Perspectives conjoncturelles

### Révision à la hausse des prévisions de croissance

Dans ses prévisions de juin, l'OCDE a nettement révisé à la hausse les taux de croissance des pays industrialisés. Pour 2000, elle table maintenant sur une expansion économique réelle de 3,7%, contre 2,9% en décembre dernier. Elle a relevé ses prévisions de 1,4 point pour les Etats-Unis et de 0,5 point en moyenne pour les pays européens. Selon l'OCDE, la reprise devrait se poursuivre en 2001 dans la plupart des grands pays industrialisés, mais à un rythme moins vigoureux que cette année. Les régions hors OCDE devraient enregistrer une progression réelle de près de 5% en 2000 (1999: 3,5%) et la situation devrait s'améliorer dans toutes les régions.

En raison de la croissance économique plus forte, les prévisions d'inflation ont été adaptées elles aussi vers le haut. Dans l'ensemble toutefois, le renchérissement restera modéré; d'après l'OCDE, l'indice implicite de prix à la consommation augmentera d'à peine 2% aussi bien en 2000 qu'en 2001 (1999: 1,2%). Le taux de chômage devrait décroître – en particulier dans l'UE – plus vite que l'OCDE ne l'avait pronostiqué en décembre 1999.

Prévisions établies par l'OCDE

Tableau 1

	Croissance économique <sup>1</sup>			Renchérissement <sup>2</sup>			Taux de chômage <sup>3</sup>		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Union européenne	2,3	3,3	3,1	1,6	2,1	2,2	9,2	8,5	7,9
Allemagne	1,5	2,8	3,0	0,8	1,4	1,6	9,0	8,5	7,7
France	2,7	3,5	2,9	0,8	1,4	1,8	11,1	10,0	9,0
Royaume-Uni	2,1	3,2	2,4	2,4	2,5	2,8	5,9	5,7	5,8
Italie	1,4	2,7	2,9	2,2	2,5	2,3	11,5	11,0	10,5
Etats-Unis	4,2	4,5	2,9	1,6	2,3	2,2	4,2	4,0	4,3
Japon	0,3	1,3	2,4	-0,5	-0,3	-0,1	4,7	4,8	4,8
Suisse	1,7	2,4	2,3	0,4	1,6	1,8	2,7	2,2	2,0
OCDE	2,9	3,7	3,1	1,2	1,9	1,9	6,6	6,2	6,1

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

2 Indice implicite de prix de la consommation, variation en % par rapport à l'année précédente; OCDE, sans les pays à forte inflation

3 En % de la population active  
Source: Perspectives économiques de l'OCDE, juin 2000

## 2 Evolution monétaire

### 2.1 Taux d'intérêt

#### **Hausse des taux d'intérêt à court terme**

Au cours du premier trimestre de 2000, la Banque nationale a resserré graduellement sa politique monétaire afin de contrecarrer le danger inflationniste croissant en Suisse. Elle a ainsi réagi à une série d'indicateurs qui annonçaient une accélération de la croissance économique. Le 3 février, elle a relevé la marge de fluctuation du Libor à trois mois (taux d'intérêt appliqué aux dépôts à trois mois en francs sur le marché interbancaire de Londres) d'un demi-point pour la fixer entre 1,75% et 2,75%. Le 23 mars, elle a porté cette marge entre 2,5% et 3,5%.

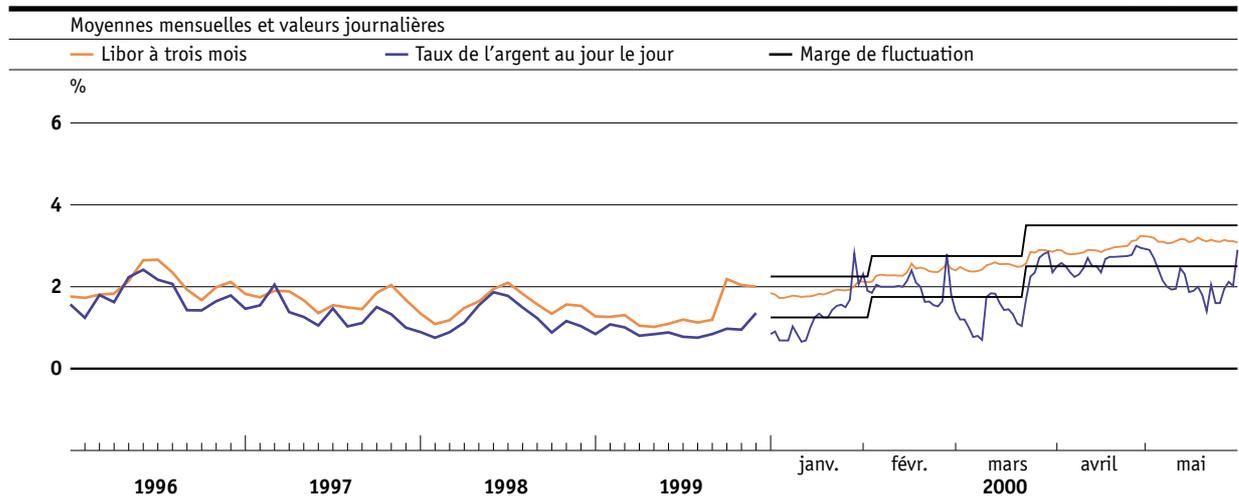
Dans le sillage de ce durcissement de la politique monétaire, les taux à court terme ont marqué une forte hausse en Suisse. Le taux de l'argent au jour le jour a passé, en moyenne, de 1,09% au quatrième trimestre de 1999 à 1,58% au premier trimestre de 2000, puis à 2,41% en avril et mai. Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois (Libor), qui s'inscrivait à 2,08% au quatrième trimestre, a augmenté pour atteindre 2,26%, puis 3,03%.

Dans l'ensemble, les rémunérations des dépôts à trois mois en francs ont augmenté davantage que celles des placements de même durée en dollars, en euros et en yens. Ainsi, l'écart entre les taux des dépôts à trois mois en euros et en francs a fléchi pour s'inscrire à 1,29 point au premier trimestre et à 1,12 point en moyenne des mois d'avril et de mai. L'écart entre les taux des placements à trois mois en dollars et en francs était de 3,51 points en moyenne des mois d'avril et de mai, contre 3,86 points au premier trimestre de 2000. En outre, la rémunération des dépôts en francs dépassait celle des dépôts en yens de 2,12 points au premier trimestre et de 2,92 points en avril et mai.

#### **Progression des rendements obligataires**

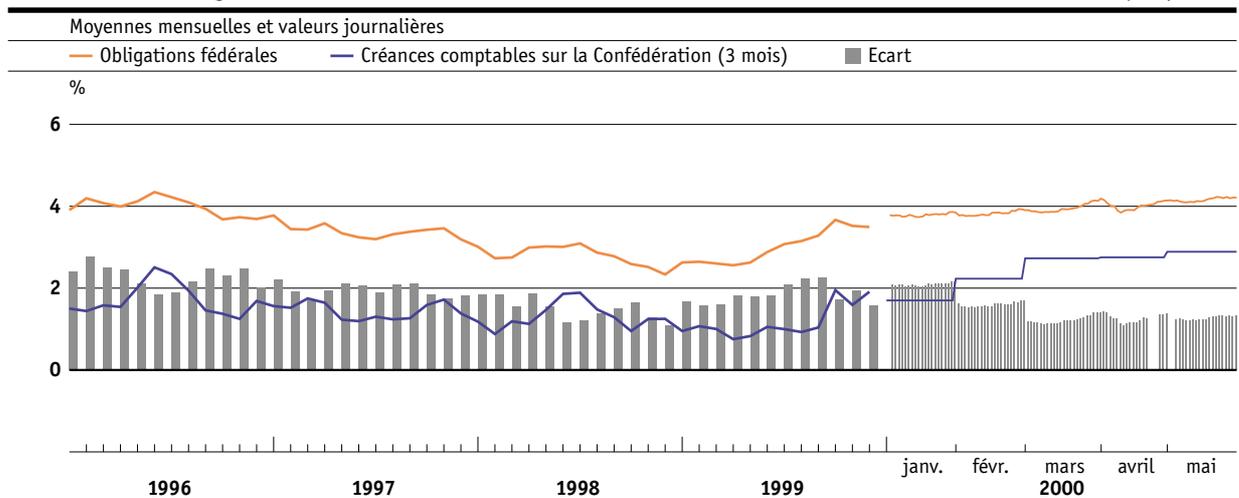
Le rendement des obligations fédérales ayant une durée résiduelle de dix ans s'est accru sensiblement. En moyenne, il atteignait 4,16% en mai, contre 4,01% en avril, 3,85% au premier trimestre de 2000 et 3,56% au quatrième trimestre de 1999. Les taux à court terme ayant davantage augmenté durant cette période, l'écart entre les taux longs et les taux courts s'est réduit.

Pour des emprunts comparables, les rendements suisses s'inscrivaient toujours entre ceux des titres japonais, d'une part, et ceux des titres américains et européens, d'autre part. Depuis le début de l'année, les écarts par rapport aux rendements des emprunts d'Etat à dix ans aux Etats-Unis et dans l'UE ont eu tendance à diminuer; en mai, ils étaient encore de respectivement 2,28 points et 1,36 point. La différence par rapport aux emprunts d'Etat japonais s'est par contre nettement creusée, passant à 2,46 points.



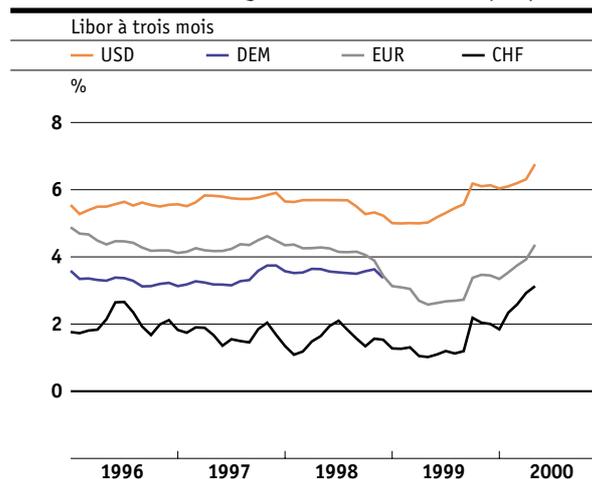
Rendement des obligations et structure des taux d'intérêt

Graphique 2.2



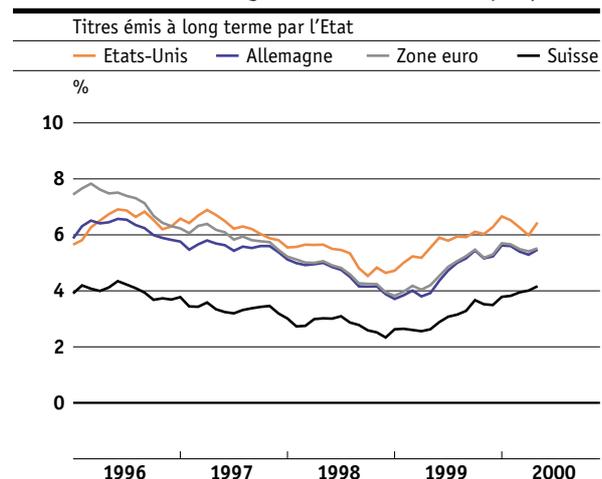
Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 2.3



Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 2.4



Source pour graphiques 2.1 et 2.3: BNS

Graphique 2.2: Obligations fédérales: le rendement moyen est calculé d'après l'échéance finale ou d'après la date de remboursement anticipé le 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 2.4: 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 2.2. Source: BRI

### **Légère augmentation des taux hypothécaires**

La hausse des taux à court terme et des rendements obligataires a incité les banques à relever les rémunérations des dépôts d'épargne, des obligations de caisse et des crédits hypothécaires. Les banques cantonales versaient un intérêt de 1,37% sur les fonds d'épargne début juin, contre 1,19% début janvier. Pendant la même période, elles ont porté les taux de leurs obligations de caisse de 3,32% à 3,99%. Début juin, les banques cantonales appliquaient aux hypothèques à taux variable des taux de 4,13% pour les anciennes hypothèques et de 4,29% pour les nouvelles hypothèques. Les taux correspondants s'inscrivaient encore à 3,80% et 4,08% au début de l'année.

### **Hausse des cours des actions en Suisse**

En 1999 et au début de 2000, la hausse des cours des actions a été en partie beaucoup plus faible en Suisse que sur la plupart des places boursières étrangères; à partir de mars toutefois, l'écart a commencé à se réduire. Il est dû surtout à l'évolution des cours des valeurs technologiques, qui sont tendanciellement moins représentées en Suisse qu'à l'étranger. Le secteur technologique, qui avait enregistré jusqu'au début de mars les plus forts gains de cours à l'échelle mondiale, a nettement perdu du terrain en avril et en mai. En revanche, les titres des secteurs traditionnels (pharmacie, alimentation, banques, etc.) ont de nouveau progressé quelque peu. Entre le début de l'année et fin mai, le Swiss Market Index (SMI) a augmenté de 2,4%, et le Swiss Performance Index (SPI), de 4,9%. Durant la même période, l'indice large européen Dow Jones EuroStoxx a stagné (+0,2%), mais l'indice américain S&P 500 a cédé 3,3%, et l'indice japonais Nikkei 225 s'est replié de 13,7%.

## 2.2 Cours de change

### Faiblesse de l'euro

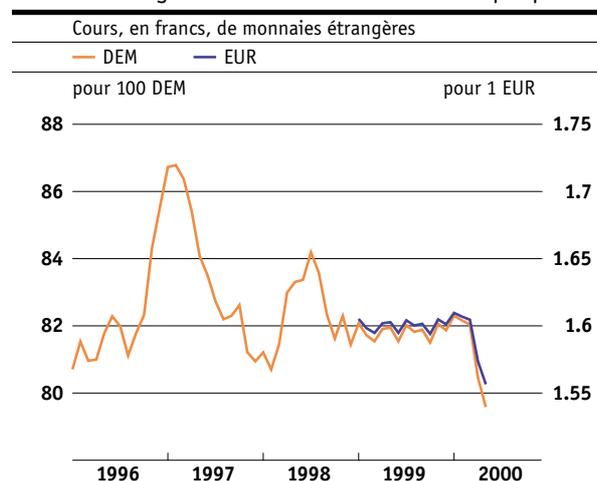
Au premier trimestre, les marchés des changes ont été marqués par un effritement de la confiance dans la monnaie unique européenne. L'attente d'une nouvelle hausse des taux directeurs américains a entraîné une fermeté du dollar, en avril et en mai, mais le relèvement de taux décidé par la BCE à fin avril n'a guère influé, dans un premier temps, sur l'euro. Les perspectives conjoncturelles plus favorables dans les pays du noyau dur de l'UE et, partant, l'anticipation de taux plus élevés en Europe sont cependant parvenues à chasser quelque peu, vers la fin mai, le pessimisme à l'égard de la monnaie unique européenne. A fin mai, l'euro s'échangeait à 0,93 dollar; il avait ainsi perdu 8% depuis le début de l'année et environ 20% depuis son introduction, en janvier 1999. Vis-à-vis de la livre sterling, l'euro était à fin mai au même niveau qu'au début de 2000.

### Légère revalorisation du franc face à l'euro

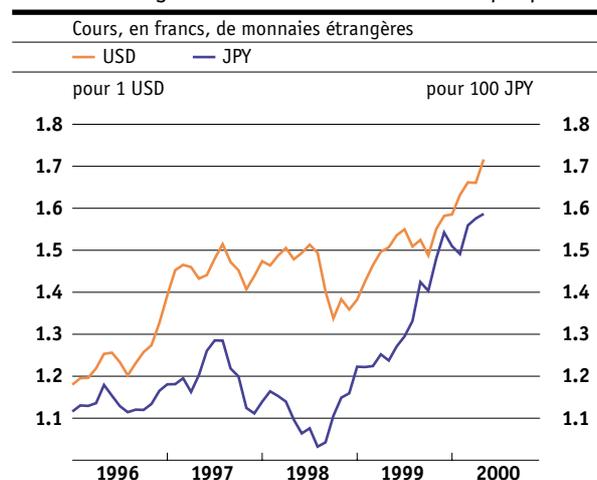
L'euro valait 1,57 franc à fin mai. Ainsi, par rapport à la monnaie européenne, le franc s'est revalorisé de 2,1% depuis le début de l'année. Cette évolution s'explique surtout par la décision de la Banque nationale de relever la marge de fluctuation du Libor à fin mars. Vis-à-vis du dollar des Etats-Unis, cette mesure n'a eu qu'un effet à court terme, puisque le franc a continué à faiblir face à la monnaie américaine; à fin mai, celle-ci s'inscrivait à 1,67 franc, d'où un repli du franc de 5,6% depuis le début de janvier.

En termes réels, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, a augmenté de 0,9% entre janvier et mai. Après correction des écarts d'inflation, le franc a gagné 2% par rapport à l'euro. Il a par contre cédé 8,1% vis-à-vis du dollar des Etats-Unis, 4,6% face au yen japonais et 0,7% par rapport à la livre sterling. Son cours réel, pondéré par les exportations, a diminué de 1,5% entre mai 1999 et mai 2000.

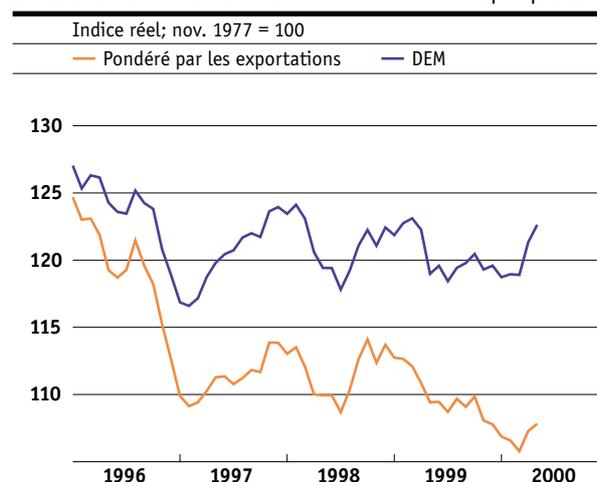
Cours de change Graphique 2.5



Cours de change Graphique 2.6



Evolution du cours du franc Graphique 2.7



Source pour graphiques 2.5 à 2.7:  
BNS

## 2.3 Agrégats monétaires

### Faible progression de la monnaie centrale

La crainte de manquer de liquidités en fin d'année, à la suite d'éventuels problèmes d'informatique, avait entraîné une vive expansion de la monnaie centrale désaisonnalisée en décembre 1999. L'agrégat s'est ensuite sans cesse replié au cours des quatre premiers mois de 2000. En avril, il ne dépassait que de 1,3% le niveau observé un an auparavant. En moyenne du premier trimestre, son niveau était supérieur de 3,4% à celui de la période correspondante de 1999.

Dans l'évolution de la monnaie centrale, les billets en circulation, qui forment 90% environ de l'agrégat, ont joué un rôle dominant. En comparaison annuelle, ils ont augmenté de 4,8% en moyenne du premier trimestre et de 3,5% en avril. Cette progression est due, comme précédemment, à la demande accrue de coupures de mille francs.

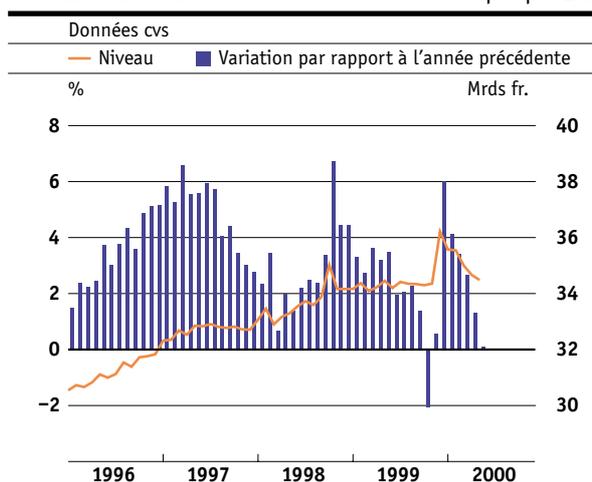
En comparaison annuelle toujours, les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale se sont réduits de 14,4% en moyenne du premier trimestre et de 19% en avril. Ils avaient fortement diminué, en automne 1999, après l'introduction des pensions de titres intrajournalières («repos»). Depuis lors, ils marquent de vives fluctuations. La demande d'avoirs en comptes de virements a augmenté, en décembre, du fait de l'échéance annuelle imminente et, en février, à la suite de la crainte d'un relèvement des taux d'intérêt. La Banque nationale a réagi les deux fois en renforçant temporairement l'approvisionnement des banques en liquidités.

### Léger repli de M<sub>3</sub>

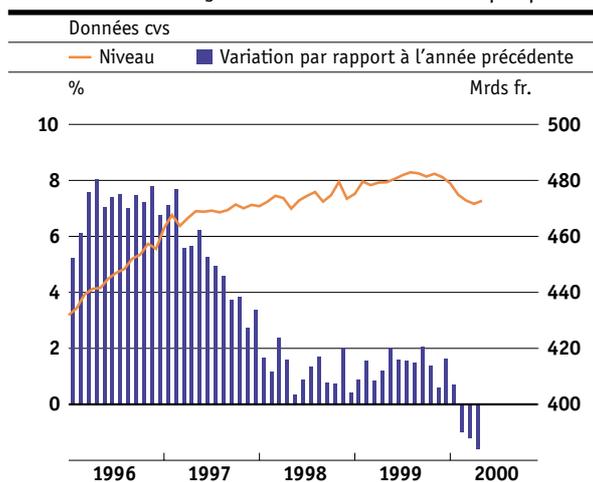
D'un trimestre à l'autre, les agrégats M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub> et M<sub>3</sub> ont diminué tant au quatrième trimestre de 1999 qu'au premier de 2000. Ce recul, dû à la hausse des taux d'intérêt, a touché avant tout les dépôts à vue, mais aussi, dans une moindre mesure, les fonds d'épargne. Quant aux dépôts à terme, ils ont augmenté sensiblement.

Ainsi, la croissance en comparaison annuelle des trois agrégats s'est elle aussi réduite. Au premier trimestre, la masse monétaire M<sub>1</sub>, qui comprend le numéraire en circulation, les dépôts à vue de la clientèle suisse et les comptes de transactions, ne dépassait plus que de 3,8% son niveau de la période correspondante de 1999. Dans le même laps de temps, M<sub>2</sub>, soit M<sub>1</sub> et les dépôts d'épargne, a fléchi de 0,5%; M<sub>3</sub>, qui englobe M<sub>2</sub> et les dépôts à terme, a diminué de 0,5% également.

Monnaie centrale Graphique 2.8



Masse monétaire M<sub>3</sub> Graphique 2.9



Source pour graphiques 2.8 et 2.9: BNS

## Monnaie centrale

Tableau 2

	1998	1999	1999				2000			
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	mars	avril	mai
Billets en circulation <sup>1</sup>	29,6	30,8	30,6	30,5	30,2	31,9	32,1	31,6	31,6	31,1
Variation <sup>2</sup>	1,9	4,2	4,2	3,6	3,2	5,8	4,8	3,7	3,5	1,8
Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	4,1	3,7	4,0	3,7	3,6	3,4	3,4	3,5	2,9	3,2
Variation <sup>2</sup>	9,4	-9,2	2,7	-3,9	-9,3	-23,7	-14,4	-10,0	-19,0	-12,1
MC <sup>1,3</sup>	33,6	34,5	34,6	34,2	33,9	35,4	35,5	35,0	34,5	34,4
MCD <sup>1,4</sup>	33,7	34,5	34,2	34,3	34,4	35,0	35,4	35,0	34,7	34,5
Variation <sup>2</sup>	2,8	2,6	3,2	2,9	1,9	1,5	3,4	2,7	1,3	0,2

## Agrégats monétaires au sens large<sup>5</sup>

Tableau 3

	1998	1999	1999				2000			
			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>	mars <sup>p</sup>	avril <sup>p</sup>	mai <sup>p</sup>
Numéraire en circulation	1,4	3,0	3,5	2,6	2,5	3,6	3,1	2,3	2,5	1,1
Dépôts à vue	11,2	11,8	7,5	16,2	15,6	8,4	1,6	0,3	-4,8	-4,1
Comptes de transactions	6,5	7,6	4,3	7,5	9,9	9,0	7,2	5,5	3,3	1,8
<b>M<sub>1</sub></b>	<b>8,0</b>	<b>9,0</b>	<b>5,7</b>	<b>11,0</b>	<b>11,6</b>	<b>7,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,3</b>
Dépôts d'épargne	-0,8	-1,7	-2,8	-1,3	-0,8	-2,1	-4,9	-6,3	-7,1	-8,0
<b>M<sub>2</sub></b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>1,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,6</b>
Dépôts à terme	-8,2	-9,0	-0,1	-12,9	-14,8	-7,4	-0,2	3,0	11,7	17,6
<b>M<sub>3</sub></b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,3</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 + avoires en comptes de virements

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

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

p Chiffres provisoires

## 2.4 Crédits et marché des capitaux

### Croissance robuste des crédits en Suisse

A fin mars, les crédits accordés par les banques à des débiteurs suisses dépassaient de 5,5% le niveau observé un an auparavant. Cette forte augmentation a découlé principalement des créances sur la clientèle qui se sont accrues de 12,5%, soit à un rythme nettement supérieur à celui des créances hypothécaires (3%). Les prêts à la clientèle étrangère ont reculé de près de 8% dans la même période.

Malgré la vigoureuse expansion des crédits à des débiteurs suisses, la part de ces actifs à la somme des bilans bancaires tend à diminuer. En 1995, les crédits à des débiteurs suisses formaient encore près de la moitié de la somme des bilans de toutes les banques remettant des données mensuelles. Actuellement, leur part n'est plus que légèrement supérieure au quart des bilans. A l'inverse de cette tendance, la part des placements financiers bruts (disponibilités, créances résultant de papiers monétaires, créances sur les banques, immobilisations financières et portefeuilles de titres et de métaux précieux destinés au négoce) s'est accrue, passant d'un tiers du bilan en 1995 à plus de la moitié aujourd'hui.

### Augmentation des émissions

Les émissions d'emprunts obligataires de débiteurs suisses et d'actions suisses ont sensiblement augmenté au premier trimestre, aussi bien par rap-

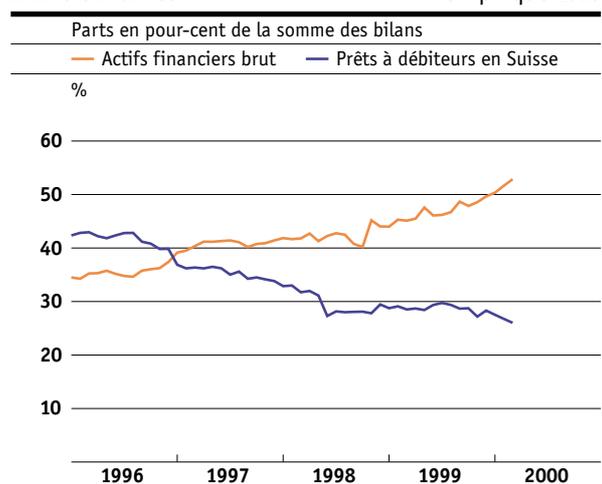
port à la période précédente (+6,8 milliards de francs) qu'en comparaison annuelle (+5 milliards). Après déduction des remboursements eux aussi plus élevés d'un trimestre à l'autre (+3,7 milliards de francs) et par rapport aux trois premiers mois de 1999 (+1,6 milliard), le prélèvement net opéré sur le marché suisse des capitaux par des débiteurs suisses a atteint 4,6 milliards de francs, contre 1,4 milliard au trimestre précédent et 1,1 milliard au premier trimestre de 1999.

La Confédération a placé des emprunts pour un montant de 3,5 milliards de francs au premier trimestre de 2000, contre 2,1 milliards un an auparavant. En outre, les émissions d'obligations assorties de durées courtes et moyennes ont surpris par leur ampleur. Les titres placés pour des durées n'excédant pas huit ans ont constitué 60% des émissions au premier trimestre, contre 37% un an auparavant.

Le recours net au marché suisse des capitaux par des débiteurs étrangers (1,4 milliard de francs) est resté à peu près du même ordre qu'au trimestre précédent (1 milliard); tant le volume des émissions que celui des remboursements ont quelque peu augmenté. En comparaison annuelle en revanche, le recours net a considérablement fléchi, puisqu'il atteignait 7,3 milliards de francs au premier trimestre de 1999.

Globalement, le prélèvement net opéré sur le marché suisse des capitaux par les émissions de débiteurs suisses et étrangers s'est inscrit à 6 milliards de francs au premier trimestre, contre 2,4 milliards au quatrième trimestre de 1999 et à 8,5 milliards un an auparavant. Malgré la tendance à la hausse des rendements obligataires, les remboursements ont porté sur 15,8 milliards de francs, soit un montant record.

Bilans bancaires Graphique 2.10



Source: BNS

	1998	1999	1999				2000
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
<b>Emprunts et actions, total</b>							
Valeur d'émission <sup>1</sup>	83,1	75,7	21,4	23,9	16,4	13,9	21,8
Conversions/remboursements	35,8	40,9	12,9	7,8	8,7	11,5	15,8
Recours net	47,3	34,8	8,5	16,2	7,7	2,4	6,0
<b>Emprunts obligataires suisses</b>							
Valeur d'émission <sup>1</sup>	30,3	28,7	7,5	10,0	5,9	5,3	11,5
Conversions/remboursements	16,0	19,1	6,9	4,6	2,9	4,7	7,8
Recours net	14,3	9,6	0,6	5,4	3,0	0,6	3,7
<b>Actions suisses</b>							
Valeur d'émission <sup>1</sup>	11,3	5,0	0,8	2,4	0,6	1,2	1,8
Remboursements	3,6	2,6	0,2	0,9	1,2	0,3	0,9
Recours net	7,8	2,4	0,5	1,5	-0,5	0,8	0,9
<b>Emprunts obligataires étrangers<sup>2</sup></b>							
Valeur d'émission <sup>1</sup>	41,5	42,0	13,2	11,5	9,9	7,4	8,4
Remboursements	16,2	19,2	5,9	2,3	4,7	6,4	7,1
Recours net <sup>3</sup>	25,3	22,7	7,3	9,2	5,2	1,0	1,4

1 Selon la date de libération

2 Sans les emprunts  
en monnaies étrangères

3 Sans les conversions

### 3 Demande globale et production

#### 3.1 Produit intérieur brut et production industrielle

##### Expansion robuste au premier trimestre

En Suisse, la croissance économique est demeurée vigoureuse au cours des trois premiers mois de l'année. Par rapport à la période précédente, le produit intérieur brut réel a augmenté en taux annualisé de 4 %, contre 4,4 % au dernier trimestre de 1999; il dépassait ainsi de 3,4 % le niveau observé un an auparavant. La demande intérieure et les exportations ont contribué à part égale à la croissance.

Grâce à l'accélération de l'activité dans la construction et à la consommation privée toujours robuste, la demande intérieure s'est renforcée. Même si la demande de machines industrielles et d'instruments de précision a augmenté, la progression de l'ensemble des investissements en biens d'équipement a une nouvelle fois faibli légèrement à cause d'une diminution des achats d'avions.

Les exportations ont continué à croître vivement. La demande des Etats-Unis, des pays nouvellement industrialisés d'Asie et des pays en transition

d'Europe orientale a été particulièrement dynamique. La forte augmentation de la demande globale a engendré une hausse sensible des importations, hausse qui avait déjà été observée au quatrième trimestre de 1999.

##### Amélioration continue de la conjoncture dans l'industrie

La situation s'est encore améliorée dans l'industrie. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le mouvement de hausse que marque l'indicateur de la marche des affaires dans l'industrie depuis mai 1999 s'est maintenu au premier trimestre de 2000. En mars, les entreprises étaient en grande majorité satisfaites de la situation. Comme au quatrième trimestre, les branches axées avant tout sur le marché intérieur et celles qui sont à vocation exportatrice ont profité de l'embellie conjoncturelle; la reprise a été cependant un peu plus forte dans le secteur des exportations.

##### Accélération de la croissance dans l'industrie d'exportation

La marche des affaires des branches à vocation exportatrice s'est nettement améliorée depuis l'automne de 1999. Cette évolution a été soutenue par la

#### Produit intérieur brut

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

Tableau 5

	1998	1999	1999				2000 1er trim.
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Consommation privée	1,4	1,3	1,5	0,9	1,4	1,4	1,7
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Formation de capital fixe	1,1	0,9	0,7	0,8	1,3	1,0	0,9
Constructions	0,1	0,2	-0,4	0,3	0,3	0,5	0,5
Biens d'équipement	1,0	0,8	1,1	0,5	1,0	0,5	0,3
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>
Stocks	1,7	-0,1	-0,7	-1,1	0,8	0,5	1,2
Exportations, total	1,9	1,9	0,5	1,0	1,7	4,3	5,4
<b>Demande globale</b>	<b>6,0</b>	<b>4,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>5,2</b>	<b>7,1</b>	<b>9,2</b>
Importations, total	-3,9	-2,4	-1,1	-0,6	-3,6	-4,2	-5,8
<b>PIB</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>

Sources: OFS, seco

conjoncture plus vigoureuse chez la plupart des partenaires commerciaux de la Suisse et par la baisse du franc vis-à-vis du dollar. Les entrées de commandes s'étant accélérées, les carnets de commandes ont sans cesse augmenté en dépit de la production accrue. Pour la première fois depuis 1990, les entreprises les ont qualifiés de satisfaisants.

### Evolution positive dans l'industrie axée surtout sur le marché intérieur

La situation s'est améliorée également dans les branches qui travaillent essentiellement pour le marché intérieur. Les entrées de commandes ont progressé davantage qu'au trimestre précédent, ce qui a étoffé une nouvelle fois les carnets de commandes. Bien qu'une majorité d'entreprises les estime toujours trop faibles, la production a augmenté plus fortement entre janvier et mars.

### Perspectives favorables à court et moyen terme

Pour les prochains mois, les entreprises tablent sur une demande toujours ferme, mais n'escomptent plus d'accélération. Seule l'industrie fortement tournée vers le marché intérieur s'attend à une nouvelle progression des commandes. Etant donné que les stocks de produits finis ont fléchi, les entreprises projettent d'étendre leur production au deuxième trimestre. En conséquence, elles prévoient d'accroître également leurs achats de matières premières et de produits semi-finis.

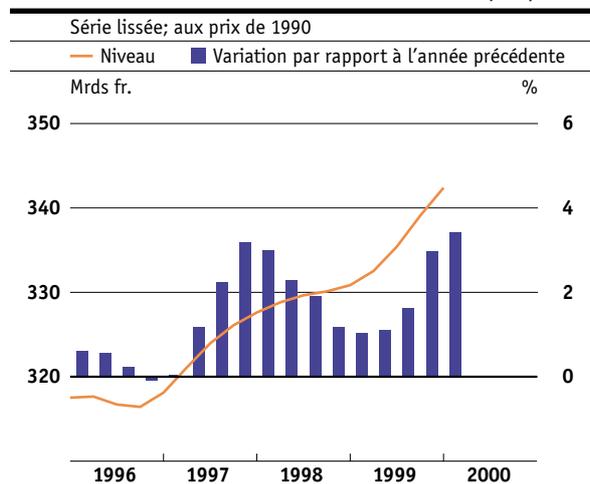
Le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a marqué une sensible hausse en mars. Il renseigne, avec un décalage de six à neuf mois, sur l'évolution qu'enregistrera le produit intérieur brut réel. Ce baromètre n'a pas cessé de grimper depuis le quatrième trimestre de 1998, et sa nouvelle hausse annonce une croissance économique toujours vigoureuse jusqu'au troisième trimestre de 2000 au moins.

### PIB: prévisions revues à la hausse

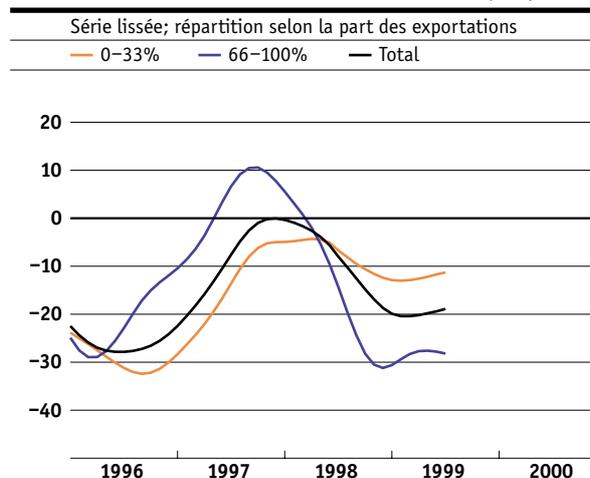
En raison de l'évolution dynamique de l'économie suisse au premier trimestre et des perspectives conjoncturelles favorables, tous les instituts de prévisions ont révisé à la hausse leurs pronostics de croissance pour l'année 2000. En juin, la prévision consensuelle<sup>1</sup>, qui porte sur la croissance du produit intérieur brut réel, s'élevait à 3%, contre 2,4% en mars et 2% en décembre 1999. Elle correspond à la prévision actuelle de la Banque nationale, soit une expansion de 3%; en automne 1999, l'institut d'émission tablait sur 1,8% seulement.

1 Vingt-cinq économistes de vingt-trois banques, entreprises et instituts de recherches conjoncturelles ont contribué au «Business Economists' Consensus» (BEC) de juin. Le BEC est établi et évalué par la Banque Cantonale de Zurich à la demande de l'association des Business Economists.

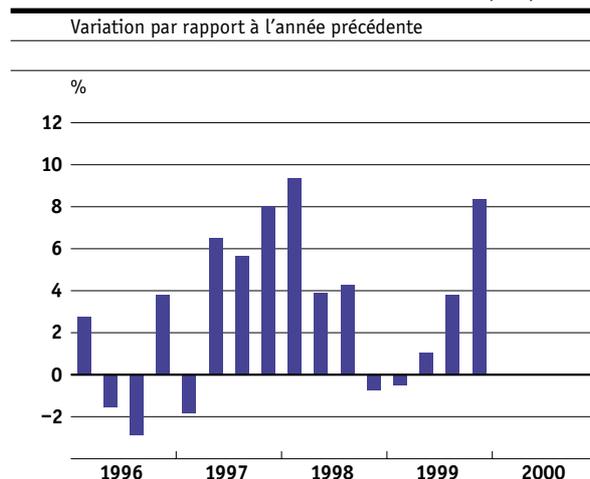
Produit intérieur brut Graphique 3.1



Marché des affaires dans l'industrie Graphique 3.2



Production industrielle Graphique 3.3



Graphique 3.1: Estimations trimestrielles, annualisées. Source: seco

Source pour graphique 3.3: OFS

Graphique 3.2: 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

## 3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes

### Essor toujours vigoureux des exportations de biens

La situation conjoncturelle favorable sur le plan mondial et l'affaiblissement du franc, en particulier face au dollar, ont continué à stimuler les exportations. En comparaison annuelle, les exportations ont progressé en valeur<sup>1</sup> et en données corrigées des jours ouvrables<sup>2</sup> de 10,4% au premier trimestre, contre 12,2% au trimestre précédent.

Le léger ralentissement de la croissance par rapport au quatrième trimestre est dû à l'affaiblissement des exportations de biens de consommation, en particulier de produits pharmaceutiques et de montres. Les ventes à l'étranger de biens d'équipement se sont en revanche accrues de 10,5%, soit davantage qu'au quatrième trimestre (7,5%). Les livraisons de machines industrielles et de machines de bureaux ont nettement progressé. Les exportations de matières pre-

mières et de produits semi-finis ont augmenté de 8,8%, comme le trimestre précédent.

### Demande modérée de l'UE

La répartition géographique des exportations montre que la croissance n'a pas été homogène. En valeur et après correction des jours ouvrables, les livraisons à l'UE ont augmenté de 5,2%, soit moins que la moyenne. Les exportations vers l'Allemagne ont progressé de 6,1%, alors que celles vers la France régressaient de 4,9%. Ce recul est imputable aux produits pharmaceutiques (20% des ventes à ce pays) qui ont chuté à la suite probablement de changements dans l'assortiment. En revanche, les fournitures de marchandises à l'Italie, à l'Espagne et aux pays du Benelux ont continué leur vigoureuse expansion.

### Exportations, selon l'utilisation des marchandises, en termes réels<sup>3</sup>

Variation en % par rapport à l'année précédente<sup>4</sup>

Tableau 6

	1998 <sup>5</sup>	1999	1999				2000 1er trim. <sup>6</sup>
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Total	4,7	3,4	0,1	1,0	2,3	10,3	13,9
Matières premières et produits semi-finis	4,6	2,0	-3,4	-2,5	5,7	8,1	12,3
Biens d'équipement	6,3	2,6	1,5	-0,1	0,4	8,6	14,0
Biens de consommation	3,3	5,4	1,6	5,1	1,6	13,4	14,6
Valeurs moyennes à l'exportation	-0,9	1,3	0,2	-1,0	2,9	3,2	-

### Importations, selon l'utilisation des marchandises, en termes réels<sup>3</sup>

Variation en % par rapport à l'année précédente<sup>4</sup>

Tableau 7

	1998 <sup>5</sup>	1999	1999				2000 1er trim. <sup>6</sup>
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Total	8,1	8,4	6,7	4,8	11,3	10,6	13,8
Matières premières et produits semi-finis	5,0	3,7	-1,9	1,7	2,8	12,1	19,0
Biens d'équipement	12,2	12,4	15,3	8,5	19,2	6,4	7,9
Biens de consommation	9,7	10,2	8,6	5,7	13,2	13,6	9,4
Valeurs moyennes à l'importation	-4,1	-2,1	-3,2	-2,9	-2,5	0,2	-

1 Les indices des exportations et des importations en volume ne sont pas encore disponibles pour le premier trimestre. C'est pourquoi les valeurs nominales sont commentées dans le présent texte.

2 Au chapitre 3.2, des données corrigées des jours ouvrables sont décrites. Le premier trimestre de

2000 ayant compté deux jours ouvrables de plus que le trimestre correspondant de 1999, les taux de croissance du commerce extérieur s'inscrivent environ 3 points au-dessous des taux officiels non adaptés. Les tableaux 6 et 7 ainsi que le graphique 3.5 reprennent les données officielles.

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

4 Données non corrigées des jours ouvrables

5 Chiffres révisés

6 En valeur nominale, voir remarque 1

Source: Direction générale des douanes fédérales

### Forte croissance des exportations vers les Etats-Unis, l'Asie et l'Europe orientale

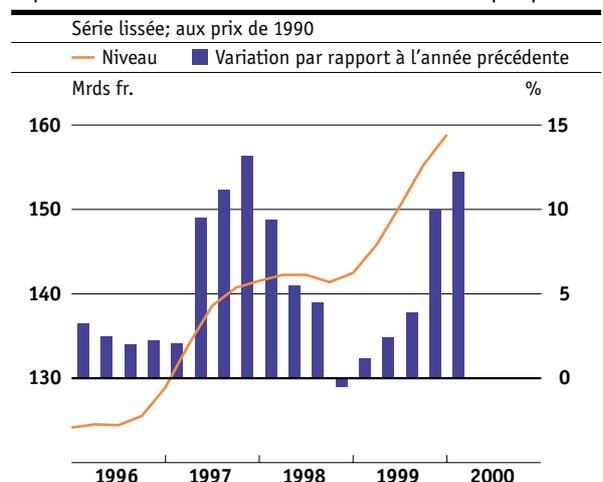
Les exportations vers les Etats-Unis se sont accrues de 20,8%, après 25,3% au quatrième trimestre de 1999. Grâce à la revalorisation continue du yen vis-à-vis du franc depuis la fin de 1998, les ventes au Japon ont elles aussi sensiblement progressé (9,4%). La reprise dans les pays asiatiques nouvellement industrialisés s'est traduite par une hausse de 28,2% des livraisons à cette région, livraisons qui avaient déjà marqué une vive expansion au quatrième trimestre de 1999. La demande de produits suisses s'est renforcée également dans les pays d'Europe orientale (26,4%) et dans les pays exportateurs de pétrole (18,8%).

### Expansion ininterrompue des importations

Au premier trimestre, la forte demande globale en Suisse s'est accompagnée d'une expansion toujours rapide des importations de biens. En valeur et après correction des jours ouvrables, les achats de biens à l'étranger dépassaient de 10,3% le niveau observé un an auparavant, contre 9,2% au quatrième trimestre de 1999. Ceux de matières premières et produits semi-finis ont de nouveau enregistré la plus forte progression, soit 15,5%. Cette évolution traduit la bonne marche des affaires dans l'industrie, en particulier dans la métallurgie et dans l'industrie des machines. Par contre, la croissance des importations

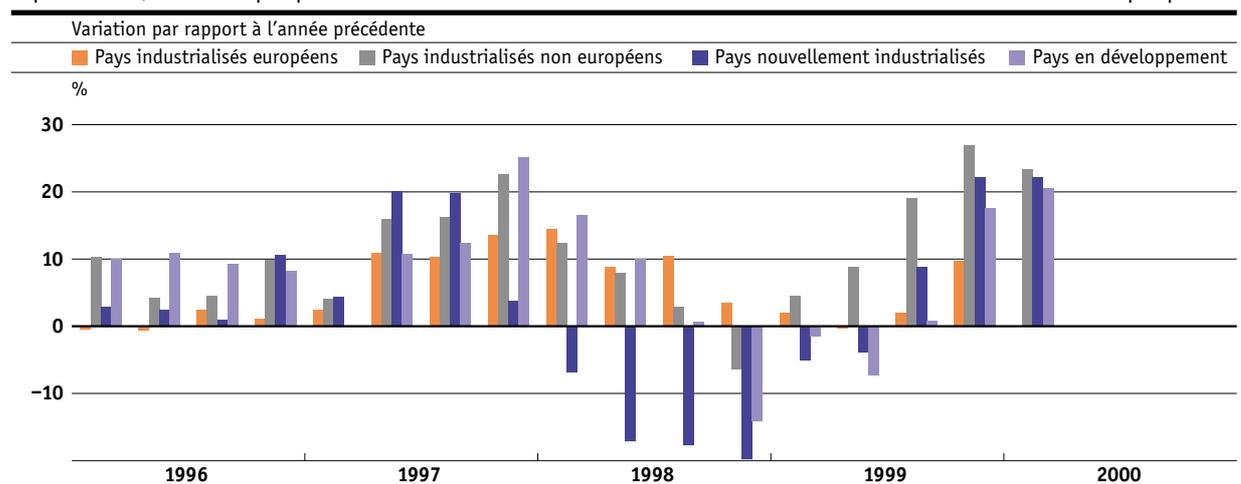
de biens d'équipement a faibli, passant de 6,8% au quatrième trimestre à 4,4% le trimestre suivant. Les livraisons de machines industrielles et d'instruments de précision se sont accélérées, mais sans parvenir à compenser les baisses enregistrées par les machines de bureau et les avions. Sous l'effet de la demande robuste des ménages, les importations de biens de consommation ont augmenté de 5,9%, à savoir à un rythme supérieur à celui du quatrième trimestre. Une accélération a été observée avant tout du côté des biens durables tels que voitures de tourisme, bijoux et électronique de divertissement. Les achats à l'étranger de produits alimentaires, de boissons et de produits pharmaceutiques ont cependant perdu de leur vigueur.

Exportations Graphique 3.4



Exportations, ventilées par partenaires commerciaux

Graphique 3.5



Graphique 3.4: Estimations trimestrielles, annualisées, y compris métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités (total 2). Source: seco

Graphique 3.5: Sans les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (total 1). Source: Direction générale des douanes fédérales

### Balance des transactions courantes

En comparaison annuelle, les exportations et les importations de biens (commerce spécial) ont augmenté en valeur au même rythme au premier trimestre, soit de 14% pour les premières et de 14,4% pour les secondes; par conséquent, le déficit de la balance commerciale est resté approximativement à son niveau du premier trimestre de 1999. Par contre, le solde passif de l'ensemble du trafic de marchandises (y compris les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités ainsi que l'énergie électrique) s'est creusé, par rapport au premier trimestre de 1999, pour atteindre 2 milliards de francs, à la suite d'importations sensiblement plus élevées de métaux précieux (palladium). Le solde actif de la balance des services a progressé de 1,2 milliard de francs pour s'établir à 7,2 milliards. Cette évolution s'explique surtout par des commissions bancaires en forte hausse et par des recettes plus importantes dans le tourisme. L'excédent des revenus de facteurs – revenus du travail et des capitaux – a augmenté de 1,9 milliard, passant à 6,4 milliards de francs. Les recettes nettes tirées des investissements de portefeuille et des investissements directs ont dépassé le niveau observé un an auparavant, alors que le produit des opérations d'intérêts des banques s'est légèrement replié. Ainsi, la balance des transactions courantes a dégagé un solde actif de 10,2 milliards de francs au premier trimestre, contre 8,6 milliards un an auparavant. Son solde représente 10,6% du produit intérieur brut nominal.

### 3.3 Investissements

La croissance des investissements s'est accélérée. En comparaison annuelle, elle était de 3,9% au premier trimestre de 2000, contre 3,4% au quatrième trimestre de 1999. L'accélération a porté sur les investissements en constructions, les investissements en biens d'équipement ayant marqué un ralentissement.

#### Nette accélération des investissements en constructions

En termes réels, les investissements en constructions dépassaient, au premier trimestre, de 5,8% leur niveau de la période correspondante de 1999. Leur progression avait été de 3,6% le trimestre précédent.

Selon l'enquête de l'Association suisse des entrepreneurs, l'activité s'est renforcée dans tous les segments. Sa progression a été particulièrement forte dans les constructions publiques et celles qui sont destinées à l'industrie et à l'artisanat. Le secteur du logement a enregistré lui aussi une augmentation, mais moins vigoureuse. Il s'est maintenu sur un sentier de croissance stable. Dans l'ensemble, l'activité était supérieure de 14% à son niveau du premier trimestre de 1999. Il convient toutefois de souligner que les conditions atmosphériques n'avaient pas été favorables à la construction pendant les trois premiers mois de 1999.

L'industrie du ciment a tout particulièrement profité de la reprise. D'après des données de l'Association suisse de l'industrie du ciment (Cemsuisse), les livraisons de ciment se sont accrues de 20,2% entre le premier trimestre de 1999 et la période correspondante de 2000. Au quatrième trimestre, elles avaient progressé de 7,2%.

Balance des transactions courantes soldes en milliards de francs

Tableau 8

	1998 <sup>1</sup>	1999 <sup>2</sup>	1999 <sup>2</sup>				2000 <sup>2</sup> 1er trim.
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Biens	-2,2	-0,2	-0,6	0,1	0,0	0,3	-2,0
Commerce spécial <sup>3</sup>	2,0	0,1	-0,4	0,4	-0,2	1,3	-0,5
Services	19,0	21,2	6,0	4,9	5,0	5,3	7,2
Tourisme	1,0	0,6	1,0	-0,3	0,0	-0,1	1,2
Revenus du travail et de capitaux	23,2	28,9	4,5	8,2	8,4	7,8	6,4
Revenus de capitaux	29,7	34,5	6,2	9,9	10,0	9,5	8,1
Transferts courants	-5,4	-5,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-1,4
<b>Total de la balance</b>	<b>34,6</b>	<b>44,6</b>	<b>8,6</b>	<b>11,9</b>	<b>12,0</b>	<b>12,1</b>	<b>10,2</b>

1 Chiffres révisés

2 Estimations

3 A partir du 1<sup>er</sup> trimestre de 2000, le total 1 (sans les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités) figure à la place du total 2 sous «Commerce spécial».

### Perspectives favorables

Dans les investissements en constructions, les perspectives d'une croissance reposant sur une large assise sont bonnes. La construction bénéficie toujours plus des grands projets ferroviaires (Rail 2000 et NLFA). En outre, des impulsions plus fortes devraient venir des constructions industrielles et artisanales, où les surfaces inoccupées ont nettement diminué. L'amélioration de la situation sur le marché du travail et la hausse du revenu disponible des ménages stimulent la demande de logements. Le nombre des logements dont la construction a été autorisée s'est accru sensiblement au cours de 1999. Au premier trimestre de 2000, il dépassait de 12% son niveau de la même période de l'année précédente. La hausse des taux hypothécaires observée depuis l'automne de 1999 et les prix qui ont augmenté de nouveau légèrement dans la construction tendent cependant à modérer la demande.

Tels qu'ils ressortent de l'enquête menée sur la construction, au premier trimestre, par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les indicateurs confirment cette image favorable. Les entreprises – qu'elles soient actives dans la construction de bâtiments ou le génie civil – s'attendent à ce que les entrées de commandes continuent à progresser au deuxième trimestre et à moyen terme, les perspectives étant particulièrement optimistes dans le génie civil. Dans les deux secteurs, on prévoit une nouvelle augmentation de l'emploi et des hausses de prix.

### Prix de l'immobilier – Aucune tendance claire pour le moment

Selon l'indice calculé par le bureau Wüest & Partner, les prix de l'offre stagnent toujours à un bas niveau. Après avoir atteint le creux de la vague au

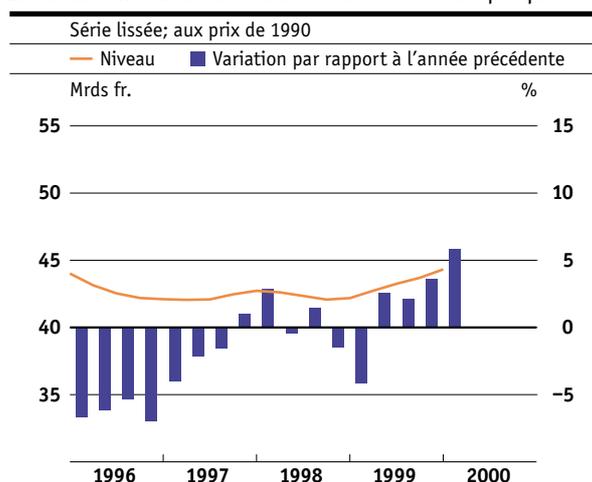
milieu de 1999, les prix des appartements en propriété par étage et des appartements à louer ont légèrement augmenté au quatrième trimestre de 1999 et durant les trois premiers mois de 2000. L'indice des prix des maisons familiales a toutefois stagné. Les prix des surfaces de bureaux ont quelque peu progressé, mais ils étaient toujours inférieurs au niveau observé un an auparavant. Par rapport à la période correspondante de 1999, une raréfaction de l'offre a été observée, en particulier dans les centres économiques de Zurich et de Genève.

### Investissements moins dynamiques en biens d'équipement

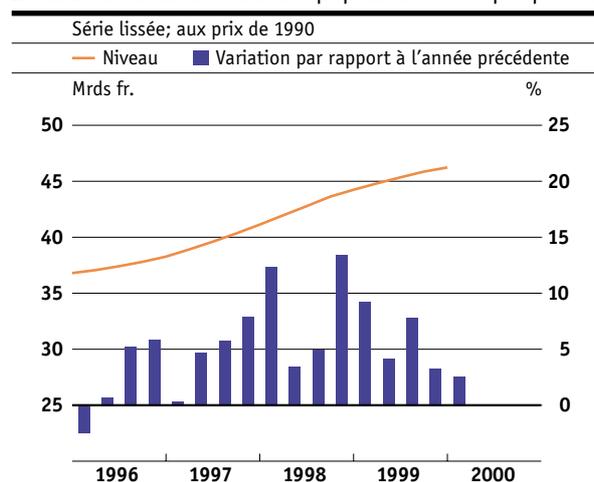
La croissance des investissements en biens d'équipement a continué à faiblir au premier trimestre. Le recul de la demande d'avions a joué à cet égard un rôle important. En comparaison annuelle, les investissements en biens d'équipement ont augmenté de 2,6%, contre 3,3% au quatrième trimestre de 1999.

L'enquête trimestrielle que Swissmem – l'organisation faîtière de l'industrie suisse des machines, des équipements électriques et des métaux – a publiée en mai montre cependant que la demande de biens d'équipement suisses est restée vigoureuse. Au premier trimestre, les entrées de commandes en provenance de la clientèle suisse dépassaient de 22% leur niveau des trois mois correspondants de 1999; leur augmentation avait atteint 28% au trimestre précédent. Cette vive expansion a découlé en partie de l'affaiblissement du franc face au dollar, affaiblissement qui a renchéri les biens d'équipement étrangers. Pour l'année en cours, on peut s'attendre à une évolution robuste dans le domaine des biens d'équipement, étant donné les perspectives conjoncturelles favo-

Investissements en constructions Graphique 3.6



Investissements en biens d'équipement Graphique 3.7



Graphiques 3.6 et 3.7:  
Estimations trimestrielles,  
annualisées. Source: seco

rables et la tendance à la hausse du taux d'utilisation des capacités de production. L'accent sera mis davantage sur des investissements de remplacement et d'extension que sur ceux qui sont dictés par des motifs de rationalisation.

### 3.4 Consommation

#### Robuste consommation privée

La consommation privée, qui était déjà un important soutien de la conjoncture au second semestre de 1999, a continué à croître vigoureusement au premier trimestre de 2000. En un an, elle a augmenté de 2,7%, contre 2,3% à la période précédente.

En termes réels, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont stagné, alors qu'ils avaient progressé de 1,1% au quatrième trimestre de 1999. Ce ralentissement est dû principalement au fait que les achats de Pâques ont eu lieu, cette année, au deuxième trimestre. Au cours des quatre premiers mois de 2000, les chiffres d'affaires (en données corrigées des jours ouvrables) se sont en revanche accrus de 1,3% en comparaison annuelle. Comme à la période précédente déjà, les ventes ont augmenté sensiblement dans l'habillement, les textiles, l'alimentation et les boissons, mais elles se sont tassées dans les biens de consommation durables. Du fait de la hausse de nouveau plus forte des importations, les ventes de biens de consommation durables retrouveront probablement de la vigueur ces prochains mois.

Au premier trimestre, les dépenses de consommation pour des services ont évolué elles aussi favorablement dans la restauration. Le nombre des nuitées de la clientèle suisse, qui croît régulièrement

depuis presque trois ans, a marqué une hausse de 5,7% en comparaison annuelle.

#### Consommateurs optimistes

Selon l'enquête trimestrielle effectuée par le seco, l'indice du climat de consommation a progressé une nouvelle fois, en avril 2000, pour atteindre approximativement le niveau observé en 1989. L'augmentation était moins marquée que lors des trois dernières enquêtes. Le bon climat de consommation, qui a reflété surtout l'amélioration de l'emploi, devrait continuer à soutenir la consommation privée. Dans le commerce de détail ainsi que dans la restauration, les entreprises font par conséquent preuve d'optimisme. Selon l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, elles s'attendent à une hausse des chiffres d'affaires au cours des prochains mois.

### 3.5 Taux d'utilisation des capacités de production

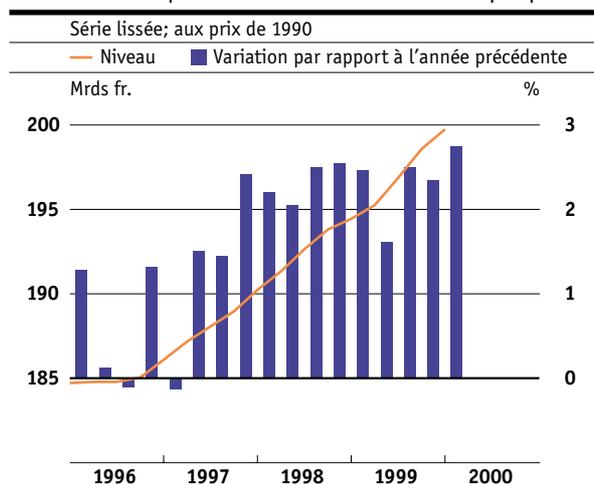
Le taux d'utilisation des facteurs de production est un indicateur important de la situation conjoncturelle. Il fournit en particulier des informations sur les éventuels risques inflationnistes, étant donné que des hausses de prix et de salaires s'imposent plus facilement en cas de pleine utilisation des facteurs de production que lorsque le taux d'utilisation des capacités est bas.

#### Excédent réduit de l'offre au second semestre

L'écart de production mesure la différence, en pour-cent, entre la création de valeur sur le plan macroéconomique et le niveau de production qui serait atteint en cas d'utilisation normale des facteurs de production. Il résulte de la différence entre le produit intérieur brut réel effectif et le potentiel de production estimé à l'aide de modèles économétriques. Si le produit intérieur brut effectif est inférieur au potentiel de production estimé, il y a un excédent de l'offre (écart négatif de production); s'il est supérieur au potentiel de production, il y a un excédent de la demande (écart positif de production).

Selon la dernière estimation de la Banque nationale, la croissance du potentiel de production (taux annuel de croissance) s'est inscrite à près de 2% au premier trimestre, dépassant ainsi légèrement son niveau du quatrième trimestre de 1999. Comme le produit intérieur brut réel a progressé beaucoup plus fortement (4%) durant la même période, l'excédent de l'offre a continué à se réduire. Il n'était plus

Consommation privée Graphique 3.8



Estimations trimestrielles, annualisées. Source: seco

que de -0,5% au premier trimestre de 2000, contre -1% au trimestre précédent.

Etant donné l'évolution favorable des indicateurs avancés, la croissance économique réelle devrait avoir été supérieure, au deuxième trimestre également, à la croissance potentielle. C'est pourquoi la Banque nationale s'attend, à partir du milieu de l'année, à un excédent de la demande, pour la première fois depuis huit ans.

### Hausse du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie

Le taux d'utilisation des capacités techniques, que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ établit dans son enquête trimestrielle, est un indicateur supplémentaire qui porte uniquement sur le secteur secondaire. Selon la dernière enquête, les capacités techniques ont légèrement augmenté au premier trimestre. Le taux d'utilisation a tout de même enregistré sa première progression depuis le début de 1999; en données corrigées des variations saisonnières, il s'inscrivait à 82,2%, contre 81,7% au trimestre précédent. Il restait toutefois inférieur à sa moyenne à long terme, soit 84,5%.

Compte tenu de la hausse prévue de la production dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production devrait continuer à augmenter dans le proche avenir. Un nombre modeste, mais croissant d'entreprises ont jugé les capacités techniques comme étant encore trop faibles au premier trimestre.

## 4 Marché du travail

### 4.1 Emploi

#### Progression de l'emploi

La croissance de l'emploi s'est poursuivie au premier trimestre de 2000. En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des emplois a augmenté de 0,5% par rapport au trimestre précédent. En un an, il a progressé de 1,6%, contre 1,5% au quatrième trimestre de 1999. Le nombre des personnes occupées à plein temps s'est accru de 0,3%, celui des personnes travaillant entre 50 et 89%, de 1,6%, et celui des personnes ayant un taux d'occupation inférieur à 50%, de 0,2%. Ainsi, les emplois à temps partiel ont une nouvelle fois gagné en importance. Au premier trimestre, leur part à l'ensemble des emplois s'élevait à 25,6%, contre 25,3% un an auparavant.

Comme au quatrième trimestre, tous les secteurs de l'économie ont profité d'une amélioration de la situation sur le marché du travail. La croissance de l'emploi a été particulièrement marquée dans la construction. L'emploi y a progressé de 1,5%, s'inscrivant ainsi 3,9% au-dessus du niveau du premier trimestre de 1999. Dans les services, il a augmenté de 0,5% d'un trimestre à l'autre et de 1,6% entre le premier trimestre de 1999 et la période correspondante de 2000. Le nombre des emplois a enregistré une progression dans presque toutes les branches. Dans l'industrie, il s'est accru de 0,3% par rapport au trimestre précédent et de 0,8% en comparaison annuelle. Cette augmentation dissimule toutefois des évolutions divergentes. Une nouvelle fois, la hausse du nombre des emplois a été supérieure à la moyenne dans la chimie et dans l'industrie électronique, alors que l'emploi a continué à diminuer dans l'habillement notamment.

Marché du travail données brutes

Tableau 9

	1998	1999	1999				2000		
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	avril	mai
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel <sup>1</sup>	1,4	1,1	1,1	0,8	0,8	1,5	1,6	-	-
Personnes occupées à plein temps <sup>1</sup>	0,8	0,5	0,4	0,2	0,2	1,0	1,2	-	-
Taux de chômage <sup>2,3</sup>	3,9	2,7	3,3	2,7	2,4	2,4	2,4	2,1	1,9
Chômeurs <sup>3</sup>	139,7	98,6	120,7	99,0	87,6	87,2	87,6	75,6	69,8
Demandeurs d'emploi <sup>3</sup>	217,5	170,9	198,0	175,2	157,9	152,6	146,9	132,8	125,3
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail <sup>3</sup>	3,1	2,8	5,2	3,6	1,0	1,3	1,6	0,8	-
Places vacantes annoncées <sup>3</sup>	13,3	14,4	14,7	16,3	14,9	11,7	13,8	14,5	15,7

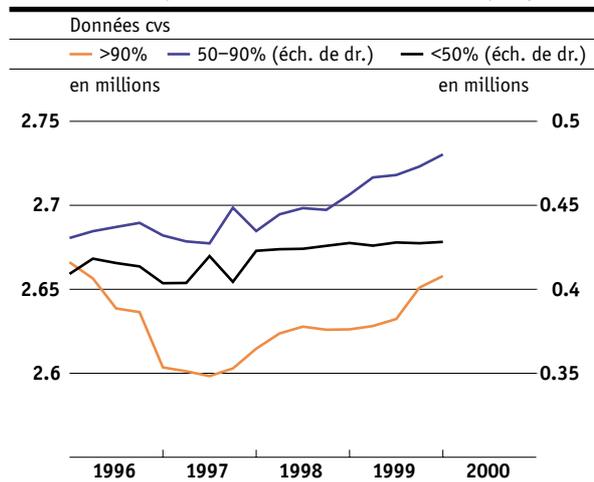
1 Variation en % par rapport à l'année précédente

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

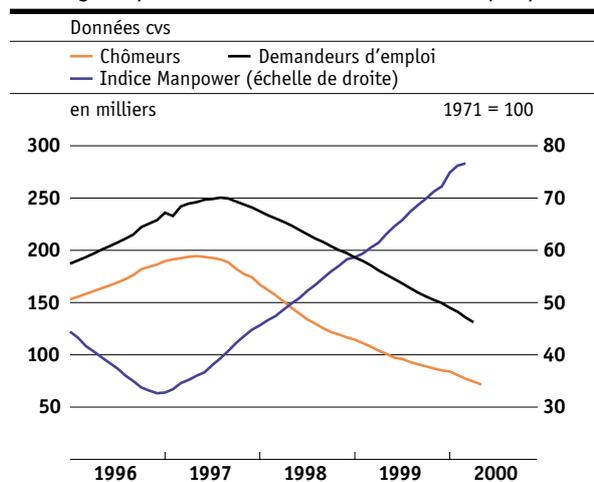
3 En milliers; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles.

Sources: seco et OFS

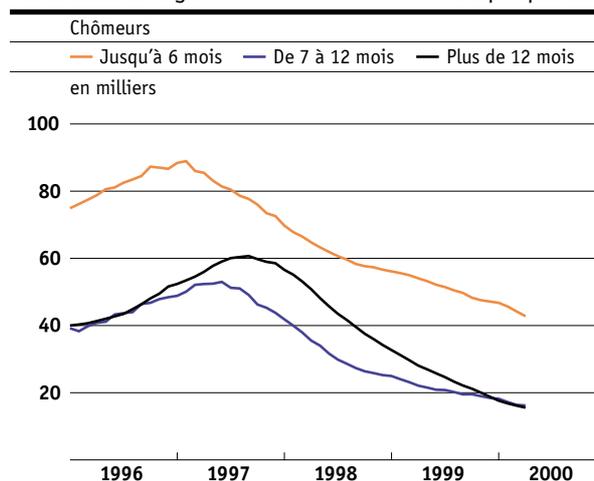
Personnes occupées Graphique 4.1



Chômage et places vacantes Graphique 4.2



Durée du chômage Graphique 4.3



Source pour graphiques 4.1 à 4.3:  
OFS

## Perspectives favorables

Au premier trimestre, la demande de main-d'œuvre a continué à augmenter. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ pour le premier trimestre, l'industrie a réduit l'effectif de son personnel, jusque-là trop élevé. Une majorité d'entreprises l'a ensuite jugé comme étant approprié, voire même trop restreint. Dans la construction, toujours plus d'entreprises prévoient d'accroître le nombre des emplois. Les perspectives d'emploi publiées par l'Office fédéral de la statistique (OFS) montrent que la demande de main-d'œuvre a une nouvelle fois marqué une légère hausse dans les services également.

L'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux, a continué à progresser au premier trimestre. Par contre, le nombre des postes vacants annoncés au Secrétariat d'Etat à l'économie (seco) est resté stable.

## 4.2 Chômage

### Recul du nombre des demandeurs d'emploi

Au cours du premier trimestre, le nombre des demandeurs d'emploi s'est encore replié. En données corrigées des variations saisonnières, 131 300 personnes étaient à la recherche d'un emploi en avril, contre 149 300 en décembre. La part des demandeurs d'emploi à la population active a ainsi diminué, passant de 4,1% à 3,6%.

Le recul du chômage s'est accéléré légèrement au premier trimestre. En avril, 74 500 chômeurs étaient inscrits auprès des offices du travail. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage s'établissait à 2,1%, contre 2,3% en décembre. Ce repli a touché aussi bien des personnes qui étaient sans emploi depuis peu que des chômeurs de plus longue durée. La part des personnes sans travail depuis plus d'un an a passé à 21%, alors qu'elle atteignait encore 27% un an auparavant. Une nouvelle fois, la forte diminution du chômage de longue durée était due en partie aux chômeurs en fin de droits. Cependant, ces derniers ont eux aussi tendance à régresser depuis un an.

La baisse du chômage a profité tant aux travailleurs qualifiés qu'aux travailleurs non qualifiés, si bien que la structure du chômage ne s'est pas modifiée sensiblement en comparaison annuelle. En avril, la moitié des chômeurs étaient des travailleurs qualifiés, 38%, des personnes exerçant une activité auxiliaire sans qualifications particulières et le reste,

soit 11,6%, d'anciens cadres, des indépendants, des apprentis et des étudiants.

Le taux de chômage a diminué presque au même rythme dans les trois régions linguistiques. En avril, il s'établissait à 1,6% en Suisse alémanique, à 3,1% en Suisse romande et à 3,5% au Tessin.

### Repli du chômage partiel

Le nombre des personnes occupées selon un horaire de travail réduit s'est encore légèrement replié au premier trimestre. Selon le seco, 612 personnes seulement, en données désaisonnalisées, avaient encore un horaire de travail réduit en avril; il s'agit du chiffre le plus bas depuis 1990.

## 5 Prix à la consommation

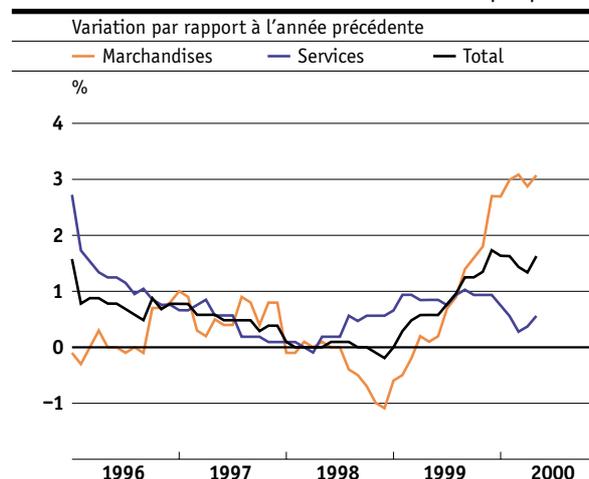
Le renchérissement, qui avait atteint 1,7% à fin 1999, s'est replié de 0,3 point par la suite pour s'inscrire à 1,4% en avril. Il s'est redressé en mai, passant à 1,6%. Le recul du début de l'année s'explique en partie par la disparition de l'effet dû à l'adaptation de la TVA, qui avait influé sur les prix des biens suisses. Abstraction faite des prix du pétrole, le renchérissement est resté inchangé à 0,8% de décembre 1999 à mai 2000.

### 5.1 Renchérissement selon la provenance des biens

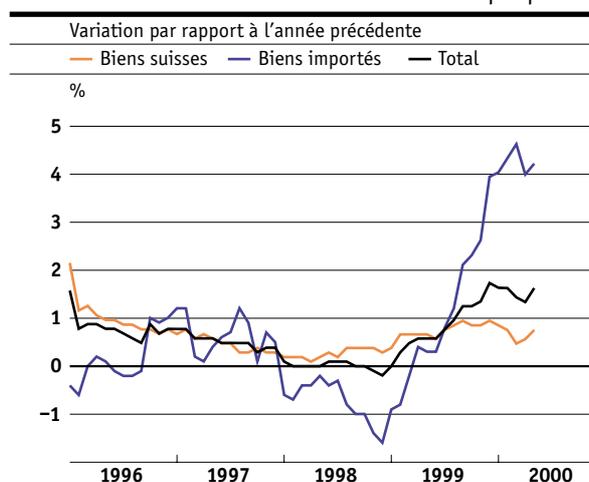
#### Hausse des prix plus forte du côté des biens étrangers

Dans les biens de provenance étrangère, le renchérissement était de 4,4% au premier trimestre de 2000. En avril et en mai, il a passé à 4,1% en moyenne. La vive hausse a découlé du relèvement des prix du pétrole qui, au premier trimestre, dépassaient de 35% environ leur niveau de la période correspondante de 1999. Pour les autres biens étrangers, le renchérissement est resté modéré; il a fluctué autour de 0,7% au cours des cinq premiers mois. Quant aux prix des biens suisses, ils ont eux aussi enregistré une faible augmentation; celle-ci était de 0,8% en mai, soit au même niveau qu'en janvier.

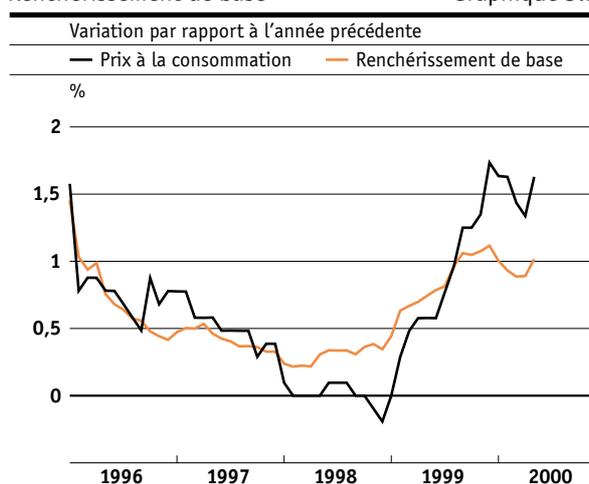
Prix à la consommation Graphique 5.1



Prix à la consommation Graphique 5.2



Renchérissement de base Graphique 5.3



Source pour graphiques 5.1 à 5.3:  
OFS

## 5.2 Renchérissement selon les catégories de biens

### **Repli du renchérissement dans les services**

Dans les services, le renchérissement s'est ralenti durant les premiers mois de cette année. Il s'inscrivait en moyenne à 0,5% en avril et en mai, contre 0,6% au premier trimestre. Les services privés ont renchéri de 1,1% en moyenne au cours de la même période, comme au premier trimestre. Le renchérissement a nettement marqué le pas dans la restauration. Par contre, la hausse des loyers a continué à s'accélérer, passant de 1,2% en février à 1,5% selon l'enquête de mai. Dans le domaine du divertissement, l'augmentation des prix a eu tendance à être plus forte qu'au début de l'année. La baisse des prix des services publics, soit en moyenne 2% en avril et en mai, est due une nouvelle fois essentiellement aux prestations meilleur marché dans les télécommunications, qui figurent toujours au nombre des services publics. Un repli du renchérissement a également été observé depuis le début de l'année dans les transports publics.

### **Renchérissement supérieur à la moyenne dans les marchandises**

Les prix des marchandises ont augmenté en moyenne de 2,9% en avril et en mai, comme au premier trimestre. Dans les marchandises non durables, le renchérissement, que la hausse des prix du pétrole avait avivé fortement, s'est encore accéléré légèrement en avril et en mai, passant à 4,7% en moyenne. Dans les marchandises durables, il est resté faible (0,4%).

## 5.3 Renchérissement de base

### **Repli du renchérissement de base**

Le renchérissement de base, qui est calculé par la Banque nationale et exclut les plus fortes variations de prix vers le haut et vers le bas (+/-15% dans le panier des biens de l'indice), est resté quasiment inchangé depuis le début de l'année; en mai, il s'inscrivait à 1% en chiffre rond. Le renchérissement de base reflète la tendance prise par l'inflation au niveau de la consommation.

## 5.4 Nouvel indice des prix à la consommation à partir de mai 2000

En mai, l'Office fédéral de la statistique (OFS) a publié pour la dernière fois l'indice ayant pour base le mois de mai 1993 et mis en vigueur le nouvel indice des prix à la consommation (base: mai 2000 = 100). Le nouvel indice repose sur l'enquête de 1998 sur la consommation. Sont notamment pris pour la première fois en considération les tarifs aériens, les services financiers, les taxes, les prestations de services des assurances privées et les voitures d'occasion. Chaque composante est subdivisée en douze groupes principaux, comme dans l'indice harmonisé de l'UE. Son agrégation se fonde dorénavant sur une moyenne géométrique et non plus sur une moyenne arithmétique. A partir de fin 2001, la pondération des composantes sera adaptée annuellement aux habitudes de consommation. L'OFS s'attend à ce que cet indice, dont la conception a été revue, corrigera l'exagération du renchérissement imputable à l'ancien indice et, partant, que le renchérissement annuel établi par le nouvel indice sera de 0,4 point inférieur à celui qui est mesuré par l'indice ayant pour base le mois de mai 1993.

## 6 Perspectives de renchérissement

### 6.1 Evolution des prix sur le plan international et cours de change

En Suisse, les prix des marchandises subissent fortement, mais avec un certain retard, les effets de l'évolution des prix à l'étranger et de celle des cours de change, car la part des importations n'est pas négligeable dans cette catégorie de biens. Ces deux évolutions se reflètent dans l'indice des prix à l'importation, qui constitue avec l'indice des prix à la production l'indice des prix de l'offre globale.

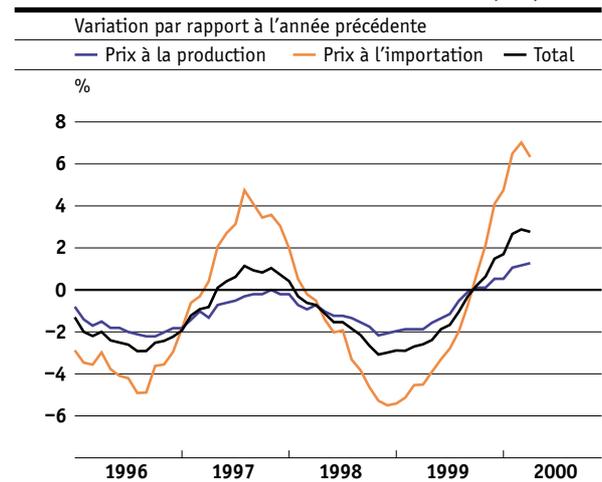
#### **Vigoureuse hausse de l'indice des prix à l'importation**

La vive hausse de l'indice des prix à l'importation a continué au premier trimestre de 2000. En avril, les prix à l'importation dépassaient de 6,4% leur niveau du mois correspondant de 1999. Les matières premières et les produits semi-finis ont renchéri de respectivement 12,5% et 12,1%. Cette évolution résulte de l'augmentation des prix du pétrole et de la fermeté de la demande globale de produits industriels, notamment dans la métallurgie et le papier. Etant donné que l'activité industrielle est bien orientée sur le plan mondial, la demande de matières premières et de produits semi-finis restera vraisemblablement vigoureuse, et la pression à la hausse des prix se maintiendra. Dans les biens de consommation, le renchérissement s'est lui aussi accéléré depuis le début de l'année, mais moins fortement (avril: 4,1%). En revanche, les prix ont encore diminué légèrement dans les biens d'équipement, du fait principalement de la baisse des prix observée dans les machines de bureau, y compris les ordinateurs. Cette tendance, qui persiste depuis des années, a toutefois faibli également.

#### **Légère revalorisation du franc suisse**

Alors que la conjoncture industrielle favorable sur le plan mondial laisse augurer de prix à l'importation toujours orientés à la hausse, la récente revalorisation du franc devrait exercer un léger effet modérateur sur le renchérissement. Pondéré par les exportations, le cours réel du franc a augmenté de 0,6% de janvier à mai; il s'inscrivait toutefois encore nettement au-dessous du niveau de la période correspondante de 1999.

Prix de l'offre totale Graphique 6.1



Source: OFS

## 6.2 Utilisation des capacités de production en Suisse

### Utilisation accrue des facteurs de production

Le renchérissement des marchandises et services suisses dépend essentiellement de l'utilisation des capacités de production. Selon des estimations de la Banque nationale, l'écart de production se comblera au cours du deuxième semestre de 2000. L'effet modérateur sur l'inflation va ainsi disparaître; il était dû, il y a peu de temps encore, à la sous-utilisation des facteurs de production, tant dans le domaine technique que sur le marché du travail.

### Hausse modérée des prix des biens suisses

L'indice des prix à la production, qui mesure l'évolution des prix des produits fabriqués en Suisse, renseigne également sur la pression des coûts dans l'industrie et, partant, sur les prix des biens. La hausse des prix à la production s'est accélérée depuis le début de l'année; elle atteignait 1,3% en avril. Les produits destinés au marché suisse ont renchéri de 2,1% en avril, contre 1,1% en janvier. Une grande partie de l'accroissement des prix a découlé du renchérissement de la viande suisse. Les prix des produits semi-finis ont augmenté de 0,7% en avril, alors qu'ils étaient encore orientés à la baisse jusqu'en janvier. Au sein de cette catégorie, les prix des produits métallurgiques et du papier ont haussé sensiblement. Le renchérissement des biens de consommation a faibli depuis le début de l'année pour s'établir à 0,3% en avril, et celui des biens d'équipement a continué à se ralentir légèrement. Selon l'enquête trimestrielle menée dans l'industrie par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, des augmentations de prix ne sont prévues, une fois encore, que par une très faible majorité d'entreprises axées sur le marché intérieur. La pression sur les prix des marchandises suisses devrait rester modérée ces prochains mois.

### Hausse des prix des services

Dans les services, il faut s'attendre à une hausse un peu plus marquée des prix au cours des mois à venir, étant donné la demande robuste de consommation. Les loyers devraient encore croître davantage en raison du raffermissement de la demande d'appartements et de bureaux ainsi que du relèvement des taux hypothécaires. Des pressions inflationnistes accrues sont également escomptées du côté des salaires. Les instituts suisses de prévisions économiques tablaient au printemps 2000 sur des augmentations de salaires allant de 1,5% à 2,7% pour l'année courante; celles-ci sont légèrement supérieures à ce qui avait été prévu en automne 1999. Les augmentations de salaires pèsent davantage sur les prix des services, car les gains de productivité ont tendance à être plus faibles dans le tertiaire que dans le secondaire. En revanche, la concurrence plus vive dans les télécommunications devrait modérer le renchérissement dans les services cette année également.

### 6.3 Prévisions de renchérissement pour l'an 2000

L'évolution des prix à l'importation et à la production mais aussi la résorption de l'écart de production montrent que les forces stimulant les prix se sont renforcées. L'indice des prix à la consommation ne devrait toutefois pas encore en subir les effets cette année. La Banque nationale s'attend toujours à ce qu'il augmente de 1,5% en moyenne, conformément à ses prévisions de décembre 1999. Aussi le renchérissement s'inscrira-t-il en 2000 vraisemblablement dans la zone que l'institut d'émission assimile à la stabilité des prix. Le fait que, dans plusieurs secteurs, les prix aient amorcé un mouvement de hausse ou que, pour le moins, les risques inflationnistes se soient accrus incite à considérer avec prudence les perspectives de renchérissement à moyen terme.

### 6.4 Prévisions de renchérissement pour les années 2001 et 2002

La Banque nationale estime aujourd'hui que les risques inflationnistes sont plus élevés qu'il y a trois mois. Si le Libor à trois mois restait inchangé au niveau de mai, soit à 3% environ, le renchérissement dépasserait la limite de 2% au début de 2001 et se maintiendrait dans cette zone les deux années suivantes. Il en découlerait une incompatibilité avec l'objectif de stabilité des prix et, partant, un besoin d'agir sur le plan de la politique monétaire.

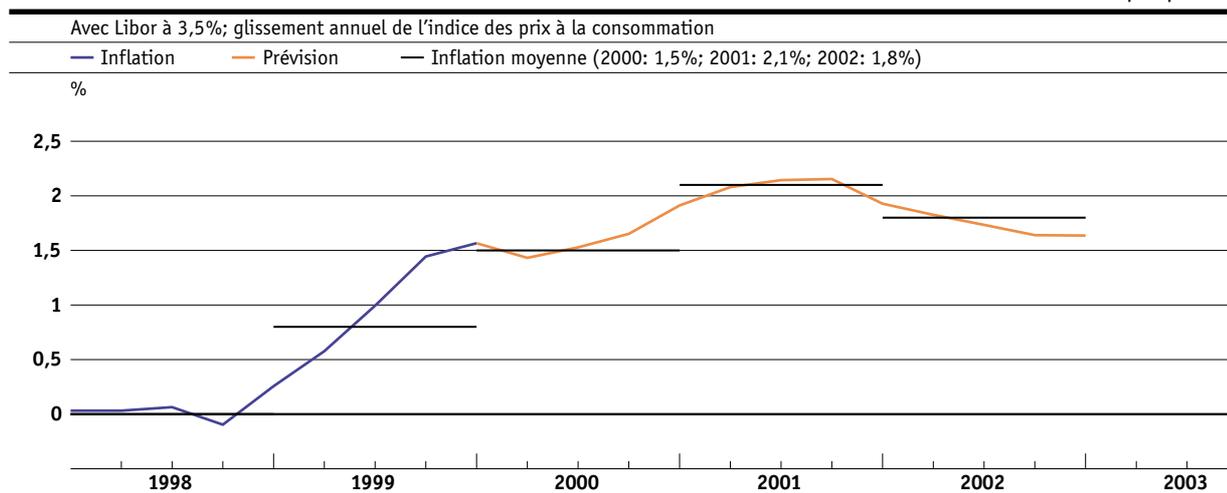
Les prévisions de renchérissement se fondent sur les résultats de plusieurs modèles macro-économiques de l'économie suisse et sur l'appréciation de l'évolution des agrégats monétaires, notamment de  $M_3$ . Elles reposent également sur certaines hypothèses quant à l'évolution de données conjoncturelles importantes que la politique monétaire suisse ne peut influencer. Il s'agit en premier lieu de l'évolution économique à l'étranger, en particulier aux Etats-Unis et en Europe. Pour ce qui est de la conjoncture américaine, on a estimé qu'elle restera robuste jusqu'à la fin de l'an 2000, mais qu'elle perdra de son dynamisme au cours des deux années suivantes. Une évolution semblable est prévue en ce qui concerne l'Union européenne, l'affaiblissement attendu en 2001 et 2002 étant toutefois un peu moins marqué. Du côté des cours de change, on a tablé sur une légère revalorisation, jusqu'au début de 2003, du cours du franc, pondéré par les exportations; le franc devrait gagner du terrain notamment face à la monnaie américaine. En outre, on s'attend à ce que le prix du pétrole se stabilise à son niveau de mai 2000.

Conformément aux modèles, le relèvement d'un demi-point du Libor à trois mois pour le porter à 3,5% devrait aujourd'hui suffire à rétablir la stabilité des prix à moyen terme. La Banque nationale estime certes qu'en dépit de cette hausse, le renchérissement dépassera temporairement 2%. Mais elle part aussi de l'idée que celui-ci passera de nouveau au-dessous de 2% en 2002 (voir graphique 6.2).

Le renchérissement temporairement plus élevé en 2001 s'explique par l'accélération de la croissance économique, qui a été de loin supérieure aux prévisions de fin 1999. Après avoir prévu initialement une progression de 1,8% du produit intérieur brut réel pour cette année, la Banque nationale table aujourd'hui sur une croissance économique moyenne de près de 3% pour l'an 2000 et de 2,2% pour l'an 2001. L'institut d'émission a réagi rapidement au changement d'environnement. Au premier trimestre déjà, il a relevé en deux étapes la marge de fluctuation du Libor à trois mois pour la porter de 2,5%–3,5%. Compte tenu d'une augmentation supplémentaire d'un demi-point, l'adaptation a atteint 1,75 point au total. Comme la politique monétaire influe avec un sensible retard sur la conjoncture et les prix, il ne devrait guère être possible d'éviter une certaine accélération du renchérissement en 2001.

Prévision d'inflation

Graphique 6.2



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

Eduard Belser, président du Conseil de banque

Berne, le 28 avril 2000

## Sécurité et stabilité dans un monde en mutation

La sécurité, la liberté et la prospérité sont les principaux objectifs auxquels aspire la collectivité. En tant qu'institution publique, la Banque nationale doit elle aussi apporter sa contribution à leur réalisation. Elle a pour tâche, vous le savez, de mener une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays.

Pour la politique monétaire, le maintien de la stabilité du niveau des prix est primordial. La Banque nationale, avec ses moyens, fournit ainsi la meilleure contribution à une évolution macroéconomique équilibrée.

La sécurité et la stabilité ne sont pas uniquement des objectifs assignés à la politique monétaire. Elles sont aussi les conditions du succès de l'action de la Banque nationale. La sécurité et la stabilité ne sont toutefois pas acquises une fois pour toute. L'ouvrage doit être constamment remis sur le métier, ce qui implique tout naturellement des incertitudes et des risques.

Le Conseil de banque – en particulier son Comité – est chargé d'exercer la surveillance sur la marche et la direction des affaires de l'institut d'émission. Il est par conséquent coresponsable de la solidité de l'entreprise. Dans cette optique, j'aimerais aborder quelques activités de la Banque, mais aussi plusieurs défis qu'elle doit relever.

La réorganisation des mouvements de numéraire s'est achevée, avec succès, à fin 1999. Dans le domaine du numéraire, les tâches portent sur tout ce qui entoure la fabrication des billets de banque, mais essentiellement sur le stockage, le transport et le tri. Par rapport aux ressources engagées dans l'exploitation, le numéraire reste le principal domaine d'activité de la Banque nationale. Celle-ci, je le rappelle, a dû procéder à cette réorganisation pour que ses prestations soient adaptées à la demande. Le contrôle et le tri du numéraire ont été ainsi centralisés dans les comptoirs de Berne, Zurich, Genève et Lugano. La Banque nationale demeure cependant présente dans toutes les régions du pays pour assurer ses contacts traditionnels avec les milieux économiques et sociaux.

Cette réorganisation reflète également la volonté de la Banque nationale de se concentrer sur les tâches essentielles qui découlent de son mandat. Une structure légère, mais efficace doit permettre de fournir les prestations.

Aujourd'hui, l'informatique est fortement présente dans tout ce qui a trait à l'exploitation. La Banque nationale ne constitue pas une exception à cet égard. L'évolution est extrêmement rapide dans ce domaine. Depuis des années, d'importantes ressources humaines et financières sont engagées dans le développement de l'informatique. Les services chargés du trafic des paiements, des opérations bancaires et des travaux scientifiques comptent parmi les principaux utilisateurs. Dans tous les domaines, les applications doivent satisfaire à des exigences élevées en matière de sécurité et de fiabilité. Le passage à l'an 2000 a représenté un défi particulier, pour la Banque nationale également; les mesures préventives qu'elle a prises en coordination avec les principaux opérateurs sur les marchés financiers ont été, vous l'avez constaté, couronnées de succès.

Les exigences en matière de sécurité et de stabilité se posent non seulement sur le plan opérationnel, mais aussi et surtout dans le domaine financier.

De nouvelles conditions résultent de la modification, en novembre 1997, de la loi sur la Banque nationale – extension des opérations autorisées –, du nouvel article constitutionnel et de l'entrée en vigueur, le 1<sup>er</sup> mai prochain, de la loi sur l'unité monétaire et les moyens de paiement.

La suppression du rattachement du franc à l'or permettra à la Banque nationale d'évaluer son encaisse métallique au prix du marché. Après la réévaluation de son encaisse-or, l'institut d'émission détiendra des réserves monétaires supérieures à ce qui est nécessaire à la conduite de la politique monétaire. Il ne lui appartient toutefois pas de décider de l'affectation de ces réserves excédentaires. Le Parlement et le peuple seront appelés à se prononcer sur cette question. A long terme, la gestion des réserves excédentaires ne pourra pas non plus être confiée à la Banque nationale. Il est plus judicieux que les bénéficiaires prennent eux-mêmes les décisions concernant le placement de ce patrimoine.

La constitution mise à jour fait expressément obligation à la Banque nationale de détenir suffisamment de réserves monétaires. Il s'agit là avant tout d'avoirs en monnaies étrangères, qui sont liquides, non assortis d'une garantie de change et, partant, disponibles à des fins monétaires. De tels avoirs sont exposés à des risques de change, de taux d'intérêt et de crédit. Pour que ces risques soient contenus, les services concernés au sein de la Banque doivent, dans leurs opérations, se conformer à des directives et à des contraintes. La Direction de la gestion des risques a pour tâche de veiller à ce que les processus de décision et d'exécution soient respectés. Les risques sont donc systématiquement identifiés, limités et contrôlés. La Direction de la gestion des risques a été étoffée graduellement au cours des dernières années. Elle est placée sous la haute surveillance du Conseil de banque. Une délégation du Comité de banque est chargée tout particulièrement de cette tâche.

Les comptes de l'exercice 1999 montrent clairement quels sont les risques liés à la gestion de nos actifs. La hausse des taux d'intérêt a entraîné des pertes de cours sur les placements à revenu fixe. Ces pertes ont été cependant plus que compensées par des gains de change sur les placements en monnaies étrangères. Une fluctuation de 10% du cours du dollar engendre un gain ou une perte de près de 2 milliards de francs pour la Banque nationale. Cela indique à l'évidence la forte volatilité des résultats de l'institut d'émission.

Chaque entreprise repose en fin de compte sur ses ressources humaines. Avec ses 600 collaboratrices et collaborateurs, la Banque nationale a un effectif du personnel stable depuis des années. Sur le marché du travail, elle est en concurrence avant tout avec les autres établissements financiers. Des efforts permanents sont nécessaires pour que le personnel réponde qualitativement et quantitativement aux exigences. La formation et l'assistance demeurent des préoccupations constantes. La formation dans le domaine technique et dans la conduite du personnel, les cours de langue et le développement de la personnalité ont été poursuivis et approfondis l'an dernier. Les travaux en vue de réviser le règlement régissant les traitements nous permettront de mettre sur pied une politique salariale conforme à notre charte et tenant compte à la fois des fonctions, des prestations et du marché, mais aussi des caractéristiques de la Banque nationale.

Au cours de son histoire presque centenaire, la Banque nationale a dû continuellement adapter ses activités à un environnement en perpétuelle mutation. Il en sera bien évidemment de même à l'avenir.

Certains prophètes vont même jusqu'à rêver d'une monnaie Internet qui rendrait obsolètes les instituts d'émission tels que nous les connaissons aujourd'hui.

En outre, suivant la solution que notre pays adoptera pour régler ses rapports avec l'Europe, il en découlera des répercussions profondes sur la Banque nationale. Nous le savons tous.

Entre-temps et plus concrètement, une révision totale de la loi sur la Banque nationale approche. L'institut d'émission a besoin d'un cadre juridique mieux adapté à notre époque.

Malgré toutes les incertitudes de l'avenir, n'oublions pas qu'une entreprise sûre et stable est mieux à même de faire face aux défis qui se présenteront. La Direction générale et les autorités de la Banque n'auront de cesse, à l'avenir également, d'œuvrer dans ce sens.



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

Hans Meyer, président de la Direction générale

Berne, le 28 avril 2000

L'économie suisse a gagné en vigueur en 1999. Depuis longtemps, nous n'avons plus été aussi proches de l'objectif d'une évolution macroéconomique équilibrée, soit d'une croissance appropriée, d'un niveau élevé de l'emploi et de la stabilité des prix. Trois facteurs avant tout sont à l'origine de cette situation: les efforts accomplis par notre économie, l'amélioration de la conjoncture mondiale et les conditions-cadres favorables sur le plan monétaire.

Des changements intervenus dans notre environnement déterminant nous ont amenés à réexaminer les fondements de notre politique monétaire. Notre stratégie adaptée nous permettra de continuer, dans un environnement en mutation, à remplir notre mandat, à savoir mener une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays. Assurer la stabilité du niveau des prix est notre tâche primordiale. Un niveau des prix stable facilite une croissance économique équilibrée et empêche des évolutions indésirables sur le plan social.

Dans mon exposé, je mettrai l'accent, comme je le fais à chaque Assemblée générale, sur les questions qui ont particulièrement retenu notre attention durant l'année écoulée.

## 1 Situation économique

Selon les estimations disponibles, notre économie a enregistré une croissance réelle de 1,7% en 1999. Ce taux est un peu moins élevé que celui de l'année précédente, mais supérieur à ce qui était attendu il y a un an encore. La nette accélération de la croissance dans la seconde moitié de 1999 a reposé sur une large assise et permis une nouvelle diminution du chômage. Les principales impulsions ont découlé des exportations qui ont surpris par leur vigueur. L'évolution économique favorable chez nos plus importants partenaires commerciaux et la faiblesse du franc vis-à-vis du dollar ont toutes deux stimulé nos exportations. Les ventes aux Etats-Unis et aux pays du Sud-Est asiatique ont marqué une remarquable expansion. Face à cet essor, la demande des pays européens est restée jusque-là modérée.

Le marché intérieur a lui aussi contribué sensiblement à la reprise économique. La consommation privée est restée un important soutien de la conjoncture. En janvier 2000, l'indice du climat de consommation atteignait son niveau le plus élevé des dix dernières années. Après avoir franchi le creux de la vague en 1998, la construction a retrouvé peu à peu le chemin de la reprise. En 1999, les investissements

en constructions ont ainsi contribué à la croissance économique, ce qui n'avait pas été le cas pendant les quatre années précédentes. La demande s'est redressée non seulement dans le logement et le génie civil, mais aussi et surtout dans les constructions destinées à l'industrie, à l'artisanat et aux services, soit dans un segment qui avait particulièrement souffert de la récession. Quant aux investissements en biens d'équipement, ils n'ont pas augmenté autant qu'en 1998, mais leur niveau est resté élevé. Dans ce domaine, la demande venant du secteur des services a été forte, alors que la propension à investir est demeurée modérée dans l'industrie.

Le marché du travail a lui aussi connu une évolution réjouissante. Grâce à la reprise économique, le taux de chômage a fléchi, passant de 3,2% à fin 1998 à 2,3% aujourd'hui. L'emploi a progressé dans toutes les branches de notre économie. Les perspectives étant bonnes, nous nous approchons du plein emploi.

Il ne faut toutefois pas oublier la complexité du marché du travail, qui rend difficile une appréciation nuancée. Le manque de personnel qualifié reste un problème important. Sur ce plan, les signes de tensions se sont indéniablement accrus. Un autre problème important est celui de tous ceux qui, pour une raison ou une autre, ont des difficultés à trouver leur place dans une économie très dynamique.

Dans le sillage de la reprise économique, le renchérissement – mesuré aux prix à la consommation – s'est accéléré l'an dernier, comme on s'y attendait. Il atteignait 1,7% à fin 1999, alors qu'un niveau proche de zéro était encore observé un an auparavant. Sa nette accélération est due en grande partie à la hausse massive des prix du pétrole. Le relèvement de la TVA – le taux a été porté de 6,5% à 7,5% en 1999 – a lui aussi contribué, mais dans une faible mesure, au renchérissement. En revanche, des effets inverses ont continué à découler de la vive concurrence. Celle-ci a engendré des baisses de prix, notamment dans le domaine des télécommunications.

## 2 Politique monétaire

Nous avons annoncé notre intention de poursuivre, en 1999, notre politique monétaire tendanciellement ample. Nous nous efforçons alors de faire en sorte que l'économie suisse, qui souffrait encore des répercussions de la crise asiatique, dispose sur le plan monétaire de la marge de manœuvre nécessaire à la reprise. Nous devons également tenir compte des incertitudes qui découlaient de l'introduction de

l'euro. Dans cette phase, il s'agissait d'empêcher qu'un éventuel mouvement contre l'euro ne débouche sur une revalorisation économiquement non justifiée du franc suisse.

Début avril 1999, nous avons ramené le taux de l'escompte à 0,5%. Après cette adaptation, les rémunérations servies sur le marché monétaire suisse, qui étaient déjà à un niveau bas, ont encore diminué. Comme le cours réel du franc, pondéré par les exportations, s'était lui aussi replié, les conditions-cadres sur le plan monétaire étaient, au premier semestre de 1999, plus favorables que pendant l'année précédente.

Après l'introduction de la monnaie européenne, la relation de change entre l'euro et le franc a fait preuve d'une grande stabilité. Cette stabilité et la reprise économique toujours plus nette ont modifié l'environnement. Nous avons par conséquent décidé de resserrer légèrement les rênes monétaires, ce qui s'est traduit par une hausse des taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire. Etant donné la similitude de l'évolution dans la zone euro et en Suisse, il n'est pas étonnant que la relation de change entre l'euro et le franc ait continué à se maintenir dans une marge étroite.

Si l'on considère la première année après l'introduction de l'euro, un jugement ambivalent peut être porté sur la nouvelle monnaie. La valeur intérieure de l'euro a pu être maintenue dans une mesure réjouissante. Par contre, sa valeur extérieure a eu, pour plusieurs raisons, tendance à faiblir. Il faut toutefois noter que les relations économiques de la zone euro avec le reste du monde sont relativement peu importantes. Une monnaie faible stimule la reprise économique. Mais, d'un autre côté, elle accroît le risque de renchérissement importé. Enfin, une monnaie faible présente le danger de développer une dynamique à la baisse, qui peut s'avérer difficilement contrôlable.

Pendant de nombreuses années, vous le savez, la monnaie centrale a servi d'agrégat-cible à notre politique monétaire. Dans une première phase, nous avons fixé des objectifs annuels de croissance. Puis, dans les années nonante, nous avons passé à des objectifs de croissance à moyen terme pour tenir compte du fait que l'approvisionnement en monnaie influe à moyen terme surtout sur le renchérissement. En axant notre politique sur le moyen terme, nous nous sommes donné la marge de manœuvre pour, dans nos décisions, prendre aussi en considération d'autres indicateurs, tels que l'évolution de l'économie réelle, la situation sur le marché du travail et les

cours de change. Nous avons toujours considéré notre objectif à moyen terme comme une ligne directrice.

L'expérience nous a montré que la monnaie centrale avait perdu de sa fiabilité ces dernières années. Ce constat nous a amenés à réexaminer les fondements de notre politique monétaire. Nous avons alors décidé de renoncer à la publication d'un objectif de croissance en termes de monnaie centrale. La large assise de notre politique – celle-ci repose sur tous les principaux indicateurs – se traduit et se traduira de manière plus visible dans la pratique.

Depuis son adaptation, notre stratégie de politique monétaire se fonde sur trois éléments.

Le premier est une définition explicite de la stabilité du niveau des prix. Par stabilité du niveau des prix nous entendons un renchérissement – mesuré aux prix à la consommation – inférieur à 2% par an. Ainsi, nous tenons compte notamment du fait que le renchérissement ne peut jamais être mesuré avec exactitude. Nos efforts ont toujours été axés sur le maintien de la stabilité des prix. Seule la définition explicite est nouvelle.

Le deuxième élément de notre stratégie est une prévision d'inflation, qui porte sur trois ans. Nous prenons ainsi en considération le décalage d'environ trois ans avec lequel agissent les mesures de politique monétaire. La prévision d'inflation est établie sur la base de toutes les informations que nous pouvons tirer d'une analyse des facteurs déterminants. L'évolution des agrégats monétaires, en particulier de  $M_3$ , joue toujours un rôle important. Elle est précieuse avant tout pour évaluer la tendance à moyen terme. Les résultats de modèles économétriques de prévisions interviennent eux aussi, tout comme des facteurs tels que l'évolution de l'économie réelle et des cours de change. Enfin, nous prenons également en considération des facteurs particuliers, par exemple des chocs passagers.

Cette méthode assure un processus de décision reposant sur une large assise. Bien évidemment, même un processus aussi largement étayé ne peut rien changer au fait que les décisions de politique monétaire restent en fin de compte une question d'appréciation. Si la prévision d'inflation montre que la tendance du renchérissement s'écarte de la définition de la stabilité du niveau des prix, il est alors nécessaire d'agir. La prévision d'inflation que nous publions tient compte d'éventuelles décisions de politique monétaire.

Le troisième élément de notre stratégie concerne la mise en œuvre de la politique monétaire. Nous assignons une marge de fluctuation de 100 points de base au principal taux d'intérêt des dépôts à trois mois en francs suisses. Pour influencer sur ce taux, nous passons en général des opérations à court terme sur le marché monétaire. La fixation d'une marge de fluctuation laisse au marché une certaine latitude pour une gestion fine.

Cette stratégie pragmatique nous permettra de remplir notre mission même si les conditions changent. La politique monétaire, ne l'oublions pas, est finalement un défi pour l'économie, mais aussi pour la société. La mise en œuvre, avec détermination, des connaissances qui nous viennent de la théorie et de la recherche est une condition nécessaire, mais non suffisante du succès. Il est en effet fondamental que l'ensemble de la société ait bien conscience de l'importance de la stabilité pour une évolution macroéconomique durable.

A fin 1999, nous avons prévu un renchérissement moyen de 1,5% pour 2000, puis de 1,7% et 1,8% pour les deux années suivantes. Nous étions partis d'une croissance économique réelle d'environ 2%. Au début, nous avons fixé la marge de fluctuation du taux d'intérêt à trois mois à 1,25%–2,25%. Mais nous avons rapidement constaté que l'évolution économique allait être plus vive que ce qui était attendu. Aussi avons-nous laissé le taux à trois mois s'établir, en janvier, dans la zone supérieure de la marge de fluctuation. Au début de février, nous avons relevé la marge de 50 points de base. Enfin, il y a un mois environ, nous avons décidé, après une analyse approfondie de la situation, de resserrer davantage les rênes monétaires et de porter la marge de fluctuation à 2,5%–3,5%. Des données publiées sur l'évolution économique en Suisse et à l'étranger sont venues confirmer l'impression que nous avons. L'essor, selon ces données, sera plus vigoureux que ce qui était escompté il y a peu encore. Aujourd'hui, on estime que la croissance réelle devrait dépasser nettement 2% en 2000. Les pays importants pour nous enregistrent une évolution économique très favorable. En outre, le cours élevé du dollar face au franc renforce la compétitivité de notre économie. La demande intérieure, en particulier la consommation privée et les investissements en constructions, connaît elle aussi une évolution dynamique. Sur le marché du travail, je l'ai déjà signalé, des signes d'assèchement sont perceptibles, ce qui ne restera pas sans effets sur les salaires.

L'évolution du renchérissement n'est pas inquiétante pour le moment. Etant donné le décalage important avec lequel agissent les mesures de politique monétaire, nous devons opérer de manière préventive. En resserrant à temps les rênes monétaires, nous avons réagi comme le veut notre mandat, à savoir pour assurer avant tout la stabilité du niveau des prix dans l'intérêt d'une évolution macroéconomique équilibrée.

Notre appréciation de l'évolution macroéconomique et, partant, des perspectives de renchérissement n'est pas intangible. Nous suivrons attentivement les prochains développements et réexaminerons périodiquement les analyses sur lesquelles repose notre prévision d'inflation. Nous informerons régulièrement le public du résultat de nos examens de la situation.

### 3 Stabilité et intégrité du secteur financier

La Banque nationale porte une coresponsabilité en matière de stabilité et d'intégrité du secteur financier.

Dans ce contexte, il convient de rappeler d'abord la responsabilité individuelle des opérateurs sur les marchés. Par une solide politique d'affaires et par un dispositif organisationnel adéquat, ces opérateurs doivent veiller en tout temps à leur solvabilité. Les organes dirigeants doivent être en mesure de prendre les bonnes décisions, au bon moment, et d'agir en conséquence. Il est ensuite souhaitable que, même dans un environnement dynamique, l'évolution se fasse dans une certaine continuité sur les plans matériel et humain.

Les pouvoirs publics doivent en premier lieu contribuer à la mise en place de conditions-cadres appropriées. Des conditions économiques et sociales, mais aussi juridiques et techniques doivent constituer un cadre favorable à l'activité de chaque agent économique. Une politique monétaire axée sur la stabilité est la meilleure contribution que la Banque nationale puisse apporter à l'équilibre du système.

Les mutations structurelles incessantes de ces dernières années ont laissé de profondes traces dans notre secteur financier notamment. Ce dernier a gagné en compétitivité et, aujourd'hui, il en profite dans un environnement économique favorable. Les mutations structurelles ne sont bien évidemment jamais achevées. Les évolutions économiques, sociales et, surtout, technologiques imposeront continuellement de nouvelles adaptations.

L'efficacité ou la compétitivité est une condition nécessaire, mais non suffisante d'un succès durable. Ce dernier requiert aussi la présence d'un autre facteur, une dotation adéquate en fonds propres. La question du niveau approprié des fonds propres concerne avant tout les organes qui, dans les divers pays, sont chargés de la surveillance. Sur le plan international, la discussion est menée principalement au sein du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, à la Banque des Règlements Internationaux. Ce Comité, qui réunit des représentants des banques centrales et des organes de surveillance des principaux pays, s'emploie actuellement à élaborer des normes pour que les exigences en matière de fonds propres tiennent davantage compte des risques réellement encourus. Il s'agit finalement de questions d'appréciation qui doivent être tranchées avec clairvoyance. En d'autres termes, il est nécessaire de prendre en considération les coûts indéniables de la détention de fonds propres, mais aussi l'utilité manifeste des fonds propres pour la sauvegarde d'une évolution durable. Il appartient finalement aux organes de surveillance de veiller à ce que les accents soient mis judicieusement.

Pour ce qui a trait à l'intégrité, le choix soigneux des relations d'affaires est un des éléments à considérer. Cet élément concerne tout particulièrement le secteur financier qui est traditionnellement tourné vers une clientèle venant de toutes les régions du monde. La stabilité politique et économique, une infrastructure performante, un ordre juridique clair et la qualité des services fournis par les collaborateurs sont considérés à juste titre comme des conditions d'un succès durable. Il faut y ajouter la réputation, qui suppose une solide éthique en affaires.

La pratique en matière de secret bancaire intervient elle aussi dans ce contexte. Je distinguerai trois aspects. Nul ne conteste que la sphère privée soit protégée de manière appropriée. Le lien entre le secret bancaire et les agissements illicites est le deuxième aspect que je voudrais relever. L'accélération de l'entraide judiciaire et l'extension du dispositif de lutte contre le blanchiment de capitaux ont permis d'ériger des barrières efficaces dans la période récente. Il faut saluer le fait que la surveillance du marché financier ait été étendue au-delà du cercle étroit des établissements bancaires. Enfin, il y a le lien entre le secret bancaire et la soustraction fiscale. En droit suisse, la fraude fiscale est un délit pénal, mais non la soustraction fiscale. Aussi notre secret bancaire est-il perçu à l'étranger comme un instrument pour échapper au fisc.

Dans la période récente, l'Union européenne a cherché une solution pour imposer les revenus des capitaux investis hors du domicile fiscal. La discussion porte sur deux possibilités, à savoir un impôt à la source et une obligation d'annoncer. Un accord n'est pas en vue pour le moment. Dans ce domaine, pour qu'une solution soit convaincante, il faut qu'elle s'applique à toutes les principales places financières. Si les pays de l'UE y parviennent, nous ne pourrons guère nous soustraire à une collaboration en matière d'impôts à la source.

#### 4 Nouvelles dispositions constitutionnelles et légales sur la monnaie

En vigueur depuis le début de 2000, la nouvelle constitution fédérale contient un article sur la politique monétaire, qui est une mise à jour des articles sur la monnaie et la banque d'émission de l'ancienne constitution. Le rattachement du franc suisse à l'or a été ainsi aboli. L'année dernière, les Chambres fédérales ont approuvé la nouvelle loi sur l'unité monétaire et les moyens de paiement. Cette loi repose déjà sur la constitution mise à jour et élimine les dispositions qui, dans la législation fédérale, liaient encore le franc à l'or. Ainsi, elle supprime l'obligation pour la Banque nationale de rembourser les billets de banque en or, la couverture-or minimale des billets en circulation et la parité-or du franc. Le délai référendaire ayant pris fin sans avoir été utilisé, la loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> mai.

La suppression de la parité-or du franc étend nos possibilités en matière d'évaluation et d'utilisation de notre encaisse-or. Dès que le stock d'or sera évalué au prix du marché, la Banque nationale détiendra beaucoup plus d'actifs qu'elle n'en a besoin à des fins monétaires. La moitié environ de l'encaisse-or actuelle - soit une part de 1300 tonnes - sera par conséquent disponible pour d'autres buts publics. La base constitutionnelle en vue de sortir du bilan de la Banque nationale ces actifs et de leur donner une autre affectation sera créée dans un proche avenir.

Dès que possible, nous commencerons à vendre la part de l'encaisse-or qui pourra servir à d'autres buts publics. L'automne dernier, les principales banques centrales européennes sont convenues, je le rappelle, de limiter leurs ventes d'or à 2000 tonnes au cours des cinq prochaines années. Nos ventes se dérouleront dans le cadre de cet accord. Tant que la base constitutionnelle pour sortir ces actifs du bilan de la Banque nationale et les affecter à une autre utilisation n'aura pas été établie, nous placerons le produit des ventes d'or conformément aux dispositions légales qui régissent nos opérations.

## 5 Relations monétaires internationales

Les pays d'Asie orientale et d'Amérique latine ont surmonté avec une remarquable rapidité leurs difficultés économiques de ces dernières années. Cette constatation s'applique toutefois plus aux symptômes qu'aux origines profondes de la crise. Il ne faut en effet pas oublier que des problèmes économiques et sociaux subsistent et que ces problèmes font toujours obstacle à une croissance durable.

Une croissance durable, l'expérience l'a confirmé, n'est possible que sur la base d'une stabilité économique et sociale. Les conditions requises doivent être créées en premier lieu par chacun des pays concernés. Toute aide venant de l'extérieur doit être conçue pour soutenir le pays dans ses propres efforts.

Ces aspects sont déterminants aussi pour juger les activités du Fonds monétaire international. En tant que pays membre, la Suisse participe aux activités de cette institution, la plus importante pour la coopération monétaire internationale. C'est pourquoi quelques réflexions sur le débat actuel me paraissent ici utiles.

Le Fonds monétaire doit se rappeler que sa tâche principale consiste à soutenir les pays membres dans la formulation et la mise en œuvre d'une politique économique adéquate sur le plan macro-économique. En second lieu seulement, un crédit d'aide peut être envisagé afin de faciliter les mesures d'adaptations qui s'imposent. Ces crédits doivent être accordés à court terme et assortis de conditions garantissant qu'il s'agit bien d'aides pour soutenir les efforts à accomplir par les pays eux-mêmes. L'idée d'ouvrir, à des fins préventives, des lignes de crédit en faveur de pays sains ne convainc pas. Jamais un pays important ne s'est heurté à des difficultés per-

sistantes sans qu'il soit lui-même à l'origine de celles-ci.

La Banque mondiale a, quant à elle, pour tâche essentielle de faciliter les adaptations structurelles ainsi que de favoriser la réalisation de projets économiques particuliers à moyen terme. En se concentrant de nouveau sur leurs attributions fondamentales, ces deux institutions fourniront la meilleure des contributions à une évolution économique équilibrée.

Le Fonds monétaire est constamment écartelé entre conseils et aides à l'ajustement. Sa tâche est d'autant plus difficile qu'il n'est finalement pas en mesure de faire respecter ses recommandations. En outre, les divers pays membres cherchent à mettre les activités du Fonds monétaire au service de leurs propres intérêts.

Les relations monétaires internationales sont elles aussi en mutation permanente. Quand des difficultés surgissent de temps à autre, des voix s'élèvent rapidement pour exiger des réformes fondamentales. L'expérience nous montre cependant que les grandes réformes n'ont que peu de chances d'aboutir. En revanche, avancer à petits pas, mais avec persévérance et sans perdre de vue le but à atteindre, donne souvent de meilleurs résultats. Au-delà de ces principes fondamentaux, je voudrais formuler les quelques remarques suivantes:

Les expériences de ces dernières années ont confirmé notamment l'importance que revêtent des marchés financiers stables. Il serait par conséquent judicieux que le Fonds monétaire mette un accent particulier sur ce domaine, avant tout par des activités de conseil et de formation. Mettre en œuvre, et de manière conséquente, les connaissances acquises ces dernières années au sein de divers organes me paraît essentiel.

Il importe en outre d'améliorer la transparence des développements sur les marchés financiers. Tant les opérateurs sur les marchés que les organismes officiels pourront ainsi porter un jugement pertinent sur la situation. Toutefois, les mauvaises décisions et les absences de réaction sont dues souvent non pas à un manque d'informations mais plutôt à une analyse trop superficielle de la documentation existante.

Le Fonds monétaire doit lui aussi s'efforcer de parvenir à une plus grande transparence. Une manière simple d'y contribuer consisterait à publier les analyses périodiques de la situation des pays. Ce sont notamment les pays concernés qui s'opposent à une telle publication.

Plusieurs propositions méritent d'être soutenues. Elles portent sur la définition d'indicateurs de surveillance avancés, la réduction des incitations aux mouvements de capitaux à court terme et le renoncement aux garanties données implicitement aux créanciers. En outre, l'idée d'introduire dans les contrats d'emprunt des clauses facilitant la prise de décisions en cas de crise mérite d'être examinée. Les répercussions de telles clauses sur le comportement des parties contractantes et sur les recueils de fonds sont peu claires. Autoriser le Fonds monétaire à suspendre temporairement les droits de certains créanciers me semble par contre problématique.

Les relations financières internationales découlent en majeure partie de l'économie privée. Il est par conséquent nécessaire et logique d'associer le secteur privé aux efforts pour prévenir et résoudre les crises. Je pense ici avant tout à la création d'incitations relevant de l'économie de marché. L'octroi d'une aide officielle doit être de nouveau subordonné davantage à la participation du secteur privé. En aucun cas, les opérateurs du secteur privé sur le marché ne peuvent être dégagés de toute responsabilité. La collaboration nécessaire suppose un dialogue permanent. Plus le secteur privé se montrera coopératif, moins il faudra recourir à des réglementations contraignantes.

## Perspectives

Pour conclure, j'aimerais souligner une fois encore que la situation et les perspectives de notre économie sont actuellement réjouissantes. Cette année, nous atteindrons vraisemblablement une croissance économique substantielle, dans un contexte de quasi-plein emploi et de faible renchérissement. Mais la médaille a aussi son revers. En effet, les risques pesant sur la stabilité macroéconomique augmentent tendanciellement. De plus, cette image globalement positive renferme le danger d'occulter la nécessité d'améliorer constamment, et d'une manière supportable sur le plan social, les conditions-cadres macroéconomiques.

Je tiens encore à remercier les collaboratrices et collaborateurs de la Banque nationale pour le concours qu'ils nous ont apporté durant une année pas simple, mais intéressante. J'adresse également mes remerciements aux membres des autorités de la Banque pour leur soutien. Enfin, je vous remercie toutes et tous, Mesdames et Messieurs, de l'intérêt que vous nous témoignez en participant aujourd'hui à notre Assemblée générale.



# La gestion des placements de devises par la Banque nationale

Thomas Stucki, Direction placements de devises,  
Banque nationale suisse

Les placements de devises forment, avec l'encaisse-or et les créances sur les débiteurs suisses (titres et créances résultant de pensions de titres), la majeure partie des actifs de la Banque nationale suisse (BNS). Ils font partie intégrante du patrimoine national de la Suisse et remplissent d'importantes fonctions sur le plan monétaire. En outre, ils génèrent l'essentiel des produits de la BNS.

Les placements de devises peuvent être subdivisés en placements couverts et non couverts contre le risque de change. Les premiers sont issus des swaps dollars contre francs et euros contre francs, conclus par la BNS pour approvisionner l'économie en monnaie centrale. Les seconds permettent à la BNS, en cas de faiblesse du franc, d'intervenir sur les marchés des changes. A fin mars 2000, les placements de devises s'élevaient à 46,6 milliards de francs. Comme la BNS n'avait pas de swaps de devises en cours, ils n'étaient pas couverts contre le risque de change.

Les placements de devises de la BNS sont régis par l'article 14, alinéa 3, de la loi sur la Banque nationale (LBN), loi qui a été révisée en 1997 pour la dernière fois. Cette disposition autorise la Banque nationale à effectuer les opérations suivantes:

- «Achat et vente (au comptant ou à terme) ainsi que prise et mise en pension d'effets de change et de chèques sur l'étranger portant au moins deux signatures qui offrent chacune toute garantie de solvabilité, à six mois d'échéance au plus,

- d'obligations facilement négociables d'Etats étrangers, d'organisations internationales ou de banques étrangères,

- d'autres avoirs sur l'étranger, à douze mois d'échéance au plus, de produits dérivés (options, futures, forward rate agreements), en tant qu'ils sont utilisés pour la gestion des risques de marché inhérents aux créances détenues sur l'étranger».

Ainsi, pour l'essentiel, la BNS peut acheter et vendre des obligations d'Etats étrangers et des obligations d'organisations internationales et de banques. En outre, elle peut recourir, sur le marché monétaire, à des dépôts à terme, papiers monétaires (certificats de dépôt notamment) et opérations de pensions de titres avec des banques et courtiers étrangers ainsi qu'à des futures, options et swaps afin de maîtriser les risques de marché.

La révision du 1<sup>er</sup> novembre 1997 de la LBN a nettement amélioré les possibilités de l'institut d'émission de passer des opérations et, surtout,

d'effectuer des placements. Premièrement, la durée maximale de douze mois pour les placements en papiers-valeurs étrangers a été abrogée. La Banque nationale peut donc maintenant détenir des obligations indépendamment de leur durée. Deuxièmement, la révision de la loi permet d'utiliser des produits dérivés et, partant, de gérer efficacement et à des conditions avantageuses les risques de taux d'intérêt. Ainsi, la duration (durée moyenne d'immobilisation des capitaux) d'un portefeuille peut être modifiée par le recours à des futures sur taux d'intérêt avec des coûts de transactions plus faibles que par l'achat ou la vente d'obligations sur le marché au comptant. Troisièmement, la BNS a acquis la possibilité de gérer ses réserves d'or, grâce à la réduction de 40 à 25% de son taux de couverture-or et à l'autorisation de passer des opérations de prêts d'or.

L'abrogation de la limitation de la durée résiduelle permet à la Banque nationale de tenir compte des connaissances de la gestion moderne de portefeuille et de placer ses réserves de devises de façon plus rentable à long terme sans courir, dans l'ensemble, de plus grands risques qu'auparavant. La limitation de la durée l'empêchait de procéder à une diversification judicieuse des devises dans son portefeuille. L'amélioration de cette diversification a même tendanciellement réduit le risque global de portefeuille. La réduction du risque de change est supérieure à l'augmentation du risque de taux d'intérêt qu'entraîne la prolongation de la durée des obligations. Pour la BNS, les possibilités de rendement se trouvent accrues en raison des produits plus élevés en moyenne sur les obligations à long terme. Après déduction des produits nécessaires à la dotation adéquate des réserves de devises, des montants supérieurs à ceux du passé peuvent être affectés, à moyen et long termes, à la distribution de bénéfices à la Confédération et aux cantons. Il va de soi que les placements de la BNS continuent à être soumis aux exigences de la politique monétaire de l'institut d'émission. Ils se concentrent donc sur des investissements très liquides et impliquant un risque de crédit supportable.

Dans le présent article, nous aborderons le processus de placement de la BNS et sa mise en œuvre dans la gestion des réserves de devises. Ce faisant, nous examinerons surtout l'évolution depuis la révision de 1997 de la loi et présenterons la situation actuelle du portefeuille et des instruments de placement utilisés. Nous concluons par des remarques sur la performance réalisée et sur le recours à des gérants externes de patrimoine.

# 1 Placements de devises selon la monnaie

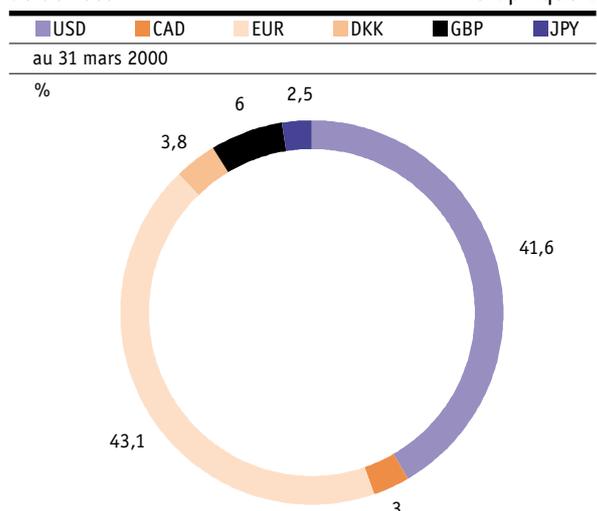
Selon le graphique 1, le dollar des Etats-Unis et l'euro sont les deux principales monnaies de placement, ce qui s'explique par l'importance de ces monnaies sur le plan international en tant qu'instruments de réserve. De plus, celles-ci disposent d'un marché des capitaux qui permet à la BNS d'effectuer des placements assez liquides pour atteindre une taille conforme à une gestion de portefeuille efficace. A fin mars 2000, la part des placements en dollars des Etats-Unis et en euros atteignait 84,7% de l'ensemble des placements. Les autres placements sont libellés en dollars canadiens, en livres sterling, en couronnes danoises et en yens.

Depuis l'entrée en vigueur de la LBN révisée, la répartition selon la monnaie des placements de devises non couverts contre le risque de change s'est modifiée considérablement. Auparavant, la Banque nationale était tenue, son champ de placements étant limité à une durée résiduelle inférieure à un an, de conserver près de 80% de son portefeuille en dollars des Etats-Unis. Le marché américain, notamment celui des bons du Trésor («Treasury Bills»), était en effet le seul marché monétaire assez liquide pour vendre rapidement un volume important de titres, sans subir de pertes de cours. Les seules monnaies qui entraient en ligne de compte pour une diversification étaient le mark allemand et le yen japonais, car aucune possibilité de placement assez liquide pour les besoins de la Banque nationale n'existait en

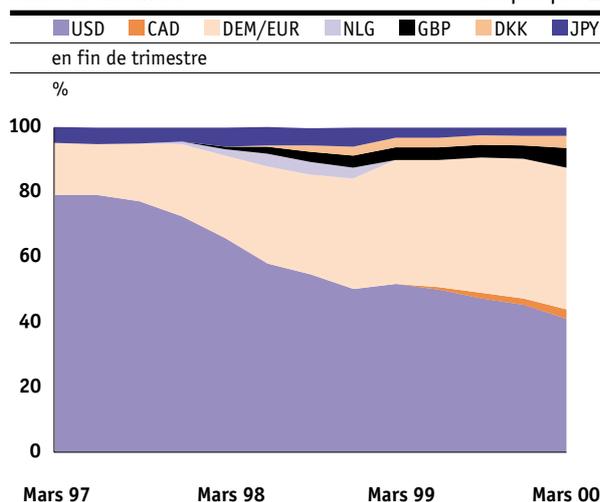
d'autres monnaies. Comme les emprunts d'Etat allemands d'une durée limitée ne permettaient pas de placements importants, la BNS n'a pu profiter dans la mesure souhaitable du faible risque de change du mark par rapport à celui du dollar des Etats-Unis. En outre, il n'était pratiquement pas possible de prendre des risques de taux d'intérêt en raison de la courte durée des placements. Ainsi, les risques de change constituaient 99% des risques de portefeuille.

L'élargissement des possibilités légales de placement à des obligations d'une durée résiduelle plus longue a ouvert l'accès à de nouveaux marchés et à une meilleure diversification des monnaies. La BNS s'est efforcée de restreindre rapidement le risque de change en réduisant la part du dollar en faveur de celle du mark et, dans une moindre mesure, du florin.<sup>1</sup> La diversification du risque de change a été encore améliorée par l'adjonction de placements en livres sterling, en couronnes danoises et en dollars canadiens. Au premier trimestre 2000, l'euro a remplacé le dollar des Etats-Unis comme principale monnaie pour les placements non couverts contre les risques de change.

Répartition selon la monnaie des placements de devises Graphique 1



Evolution de la répartition selon la monnaie Graphique 2



1 A la suite du lancement de l'euro le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les placements en marks allemands et en florins néerlandais ont été transformés en placements en euros.

## 2 Instruments de placement

A la suite de la révision de 1997 de la loi, la gamme des instruments de placement autorisés s'est sensiblement élargie. La liquidité du marché continue d'être un critère essentiel pour le choix de l'instrument adéquat. Elle n'est cependant plus définie, au sens comptable, comme une durée d'instrument inférieure à un an. Le marché est plutôt considéré comme liquide lorsque de grandes quantités de l'instrument en question peuvent y être achetées ou vendues sans que les prix en soient fortement affectés.

La plus grande partie de nos réserves de devises seront encore placées en emprunts d'Etat, puisque ceux-ci sont les plus liquides. Pour administrer efficacement leurs portefeuilles, les gérants doivent pouvoir traiter des volumes importants. Dans le cas contraire, un grand nombre de petites positions renchérrait les transactions et la gestion.

Dans la zone euro, l'univers des placements comprend les emprunts de tous les Etats membres de l'Union monétaire, l'Allemagne, la France et l'Espagne étant les plus importants. Les titres de l'Etat italien seraient judicieux sur le plan de la liquidité, mais la BNS ne s'y intéresse pas pour des raisons fiscales.<sup>2</sup>

Outre les titres d'Etat, les emprunts des sociétés mixtes (Agencies) américaines et les lettres de gage allemandes jouent le rôle le plus important. Les sociétés mixtes, notamment Fannie Mae (FNMA) et Freddie Mac (FHLMC), sont des institutions fondées par le gouvernement fédéral américain, mais juridiquement indépendantes et aux mains d'actionnaires privés. Elles disposent d'une base juridique spéciale et entretiennent des relations étroites avec le gouvernement, relations que le marché considère comme une garantie implicite de l'Etat américain.<sup>3</sup> Aux Etats-Unis, les sociétés mixtes facilitent l'accès à la propriété du logement en achetant les hypothèques octroyées par les banques et en reprenant ainsi le risque de crédit du créancier hypothécaire. Elles se financent sur le marché des capitaux conformément à un calendrier bien précis, en émettant des emprunts volumineux et, partant, fort liquides.

Les gros emprunts sous forme de lettres de gage peuvent être considérés comme l'équivalent européen des emprunts de sociétés mixtes des Etats-Unis. Il s'agit d'émissions dont la taille atteint au moins 500 millions d'euros et qui sont lancées par des banques hypothécaires allemandes, françaises ou espagnoles, afin de financer leurs octrois de crédits. Actuellement, la BNS se limite aux emprunts alle-

mands, qui sont les plus liquides. La notation des lettres de gage est presque toujours AAA, les placements étant soumis au droit allemand des lettres de gage. Le marché des gros emprunts sous forme de lettres de gage s'est accru constamment ces dernières années, et ces emprunts constituent actuellement une part importante de notre portefeuille en euros.

En revanche, les euro-obligations ne jouent qu'un rôle mineur. Si leur rémunération est plus élevée que celle des emprunts d'Etat, cet avantage se paie par une moins bonne liquidité du marché. Les positions d'euro-obligations détenues par la BNS sont donc beaucoup plus modestes que celles d'emprunts d'Etat.

Sur le marché monétaire, les positions de la BNS les plus importantes sont les dépôts à terme fixe dans les banques et les pensions de titres. Une pension de titres consiste à acheter des papiers-valeurs et à les revendre simultanément à terme. Cette opération correspond à un crédit octroyé à une contrepartie à laquelle la BNS demande des titres d'Etat en garantie. Le risque de crédit est beaucoup plus faible que dans un crédit non gagé, revêtant la forme d'un dépôt à terme fixe. Les pensions de titres donnent également la possibilité au gérant de portefeuille d'obtenir des crédits à un taux très avantageux en mettant en nantissement des papiers-valeurs recherchés sur le marché, de placer ces fonds à un taux supérieur et de réaliser ainsi un gain d'arbitrage. Le gérant ne peut effectuer des dépôts à terme fixe que dans des banques étrangères et à la Banque des règlements internationaux (BRI); la BNS n'est pas autorisée de par la loi à procéder à des placements non gagés dans des banques suisses. Par ailleurs, elle détient comme autres placements à court terme des papiers monétaires négociables offerts par la BRI aux banques centrales.

<sup>2</sup> La Banque nationale ne peut se faire rembourser l'impôt à la source, déduit du revenu.

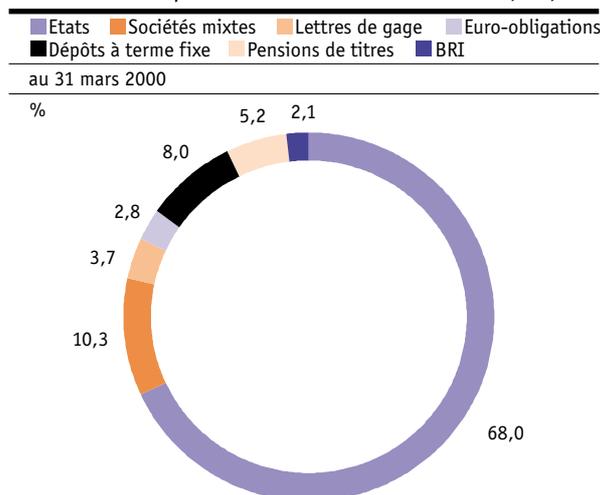
<sup>3</sup> La garantie implicite de l'Etat aux sociétés mixtes est actuellement critiquée, car elle réduit les frais de refinancement de celles-ci et leur procure donc un avantage concurrentiel.

Pour maîtriser les risques de marché, la BNS recourt à des futures et à des swaps sur taux d'intérêt. Ces instruments permettent au gérant de portefeuille de modifier efficacement et à des conditions avantageuses la durée de ses portefeuilles. La durée est la durée moyenne d'immobilisation des capitaux; elle indique dans quelle mesure la valeur du portefeuille est modifiée à la suite d'une variation du niveau des taux. Plus longue est la durée, plus grand est le changement de valeur lors d'une modification de taux. Un future sur taux d'intérêt est une opération standardisée à terme portant sur l'achat ou la vente d'obligations à une date fixée. Lors d'un swap de taux d'intérêt, deux flux de paiements sont échangés. La BNS reçoit par exemple un taux d'intérêt fixe et paie un taux variable, habituellement le Libor à six mois. L'échange concerne uniquement les taux d'intérêt appliqués à une valeur nominale déterminée, et non la valeur nominale elle-même. Cette transaction permet de prolonger la durée du portefeuille. Alors que les futures sont échangés sur des marchés organisés, les swaps de taux d'intérêt sont traités de gré à gré. Le risque de crédit de la BNS porte sur la valeur nette de tous les flux de paiement futurs.<sup>4</sup>

### 3 Le processus de décisions en matière de placement

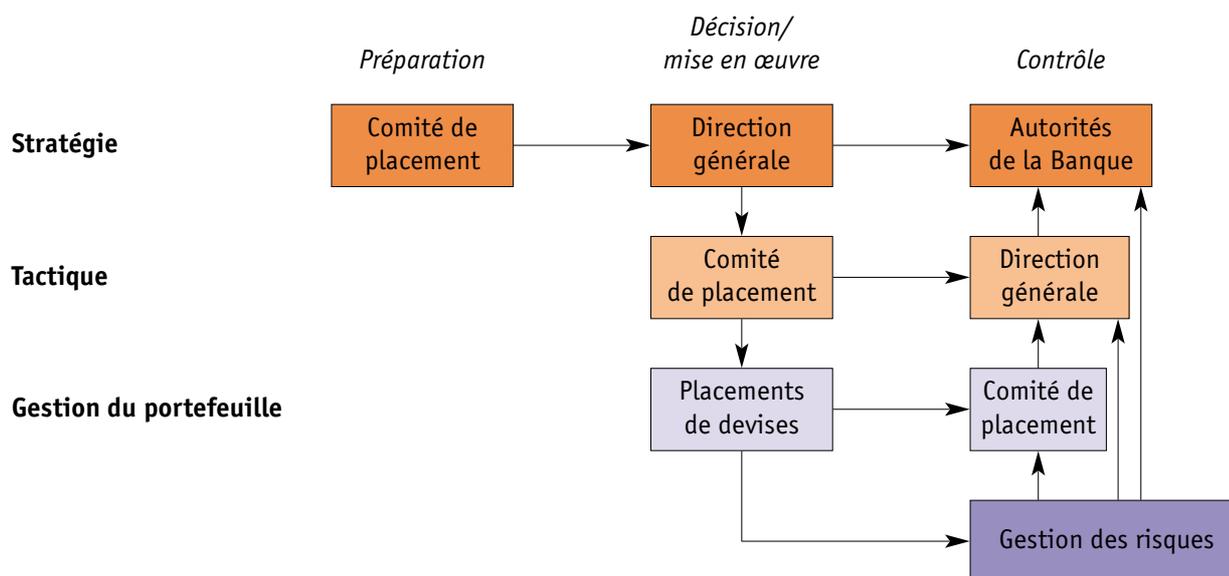
En matière de placements, la BNS applique le schéma à trois échelons, très répandu chez les investisseurs institutionnels, qui distingue la stratégie, la tactique et la mise en œuvre au niveau de la gestion de portefeuille. Les décideurs sont la Direction générale sur le plan stratégique, le Comité de placement sur le plan tactique et la Direction des placements de devises sur le plan de la gestion de portefeuille. A chaque échelon, le succès d'un placement est mesuré à l'aune d'indices représentatifs. Elément central, le Comité de placement guide et coordonne tout le processus. La gestion des risques et les rapports y afférents, qui sont adressés aux autorités de la Banque, constituent aussi une partie importante de l'organisation des placements.

Instruments de placement Graphique 3



4 Dans le négoce de futures à des bourses organisées, un «Clearing House» reprend le risque de crédit des contreparties. Ainsi, en ce qui concerne le risque de crédit, il n'importe pas de savoir avec quelle contrepartie le future a été conclu. Il en va

autrement pour les swaps de taux d'intérêt, car l'engagement de paiement de la contrepartie demeure valable jusqu'au dénouement du swap.



## Organisation en matière de placement

### 3.1 Stratégie

Au niveau stratégique, la Direction générale détermine chaque année le cadre de la politique de placement, qui comprend surtout la sélection des monnaies de placement et leur pondération dans un portefeuille-cible. Ce portefeuille est déterminé sur la base des propriétés en matière de rendement et de risque des différentes possibilités de placement, l'analyse incluant aussi l'encaisse-or, les actifs en francs suisses et les placements couverts contre les risques de change, qui résultent de swaps destinés à la régulation des liquidités en Suisse. De plus, les restrictions de la politique de la banque centrale constituent un facteur essentiel dans la détermination du portefeuille-cible. Les parts que doivent atteindre au moins le dollar des Etats-Unis et l'euro seront donc fixées à un niveau relativement élevé pour disposer, le cas échéant, d'assez de moyens sous forme de réserves monétaires courantes. Par ailleurs, on recourra à des possibilités supplémentaires de diversification. La Direction générale fixera une marge de manœuvre à l'intérieur de laquelle le Comité de placement déterminera la part de chaque monnaie de placement dans le portefeuille.

De plus, elle fixera également une marge pour la durée résiduelle moyenne des placements. Actuellement, la durée du portefeuille est de près de trois ans.<sup>5</sup>

Bien que la répartition des monnaies puisse se modifier au fil du temps selon la politique de placement, la BNS ne spéculé pas à court terme sur les cours de change. Des arbitrages de change à court terme pourraient entrer en conflit avec la politique ou les intérêts d'autres banques centrales. Afin d'assurer de bonnes relations entre banques centrales, il convient d'éviter de tels conflits.

<sup>5</sup> Une durée de trois ans signifie que la valeur du portefeuille diminue d'environ 0,3% si le niveau général des taux d'intérêt monte de 0,1%. Si ce niveau baisse de 0,1%, la valeur du portefeuille augmentera de quelque 0,3%.

## 3.2 Tactique

Le Comité de placement est le centre de coordination en matière de placement. Il est composé du chef du 3<sup>e</sup> département de la BNS, du chef de la Division des opérations monétaires ainsi que de représentants de la Direction des placements de devises, de la Direction de la gestion des risques et de la Direction des études économiques.

La répartition des monnaies et la durée-cible des portefeuilles seront définitivement déterminées à l'échelon tactique. Les gérants de portefeuilles ne disposent plus d'aucune latitude au niveau des monnaies. Ils gèrent une masse de dollars des Etats-Unis, d'euros ou d'autres monnaies qui leur est attribuée. Pour les divers portefeuilles, le Comité de placement fixe les directives de placement et les références. Il y a un portefeuille distinct par monnaie de placement. Par ailleurs, le choix des instruments de placement que la BNS utilisera dans le cadre de ses possibilités légales dépend du Comité de placement.

## 3.3 Gestion de portefeuille

A la direction des placements de devises, les gérants de portefeuille prennent leurs décisions en tenant compte de leur référence et des directives de placement qui leur ont été données. Ce faisant, ils visent un rendement supérieur à la référence, la performance devant être jugée en fonction du risque couru. La référence est la moyenne pondérée de divers indices obligataires. Dans le cadre des directives de placement, le gérant est libre de prendre ses décisions. Les directives fixent une marge à la durée, limitant ainsi le risque de taux d'intérêt que le gérant peut courir. Par ailleurs, ce dernier peut courir des risques déterminés de crédit et de liquidité afin de «battre» sa référence.

## 3.4 Gestion des risques

Du fait de l'importance des montants placés, les exigences en matière de contrôle des risques et de rapports sur les risques sont élevées. Un Comité sur les risques, composé de représentants des trois départements, est chargé à l'échelle de la Banque de l'attribution des limites de risques et du contrôle des risques. La Direction de la gestion des risques définit les principes de la politique menée en matière de risques et surveille les opérations de placement,

notamment en ce qui concerne les risques de marché et de crédit. Elle communique les résultats de son activité directement aux services concernés et aux organes de surveillance de la BNS. En outre, la Direction de la gestion des risques renseigne périodiquement la délégation du Comité de banque chargée du contrôle des risques, qui, sur ordre des autorités de la Banque, exerce la haute surveillance sur les activités de placement de la BNS. Cet accès direct aux autorités de la Banque est d'une grande importance pour l'efficacité de l'organisation du contrôle.

## 4 La performance des placements de devises

Les performances que les fondations et fonds de placement suisses ont réalisées dans la catégorie «Obligations étrangères» permettent à la BNS de comparer le résultat de ses placements à celui de produits commerciaux. A ce propos, il convient de ne pas perdre de vue que les dispositions légales et la primauté de la politique monétaire limitent la marge de manœuvre de la Banque nationale et ont tendance à peser sur sa performance. En revanche, les frais de la BNS par rapport au volume géré sont nettement plus faibles que ceux des fonds et des fondations.<sup>6</sup>

En 1999, le résultat des placements de la BNS a été satisfaisant. Il a dépassé celui des produits commerciaux, ce qui s'explique surtout par la plus forte part relative des dollars des Etats-Unis. Si la performance de la BNS est inférieure à celle de l'indice des obligations JP Morgan Global, il faut l'attribuer à la sous-pondération massive du yen dans les placements de la BNS par rapport à la capitalisation boursière de celui-ci et à sa place dans l'indice mondial.

En 1998, la part du dollar, qui était encore très élevée à cette époque, a pesé sur les résultats de la BNS. Les rendements cumulés des années 1998 et 1999 montrent toutefois que des revenus suffisants ont été obtenus des fonds gérés par la BNS.

De 1998 à 1999, la volatilité du portefeuille de la BNS a fléchi sensiblement, ce qui reflète une nouvelle réduction du risque de change à la suite de la transformation de placements en dollars en placements en d'autres monnaies. Compte tenu des risques, l'année 1999 a été un succès pour les placements de la BNS. Le rendement supérieur de l'indice JP Morgan par rapport au portefeuille de la BNS était lié à des risques accrus, ce qui s'explique par la part plus élevée du yen.

<sup>6</sup> Watson Wyatt SA calcule les performances des fondations et fonds de placement et les publie chaque semestre dans la revue «Schweizer Personalvorsorge».

	1998		1999		Moyenne 98/99	
	Rendement	Volatilité	Rendement	Volatilité	Rendement	Volatilité
<b>Placements de devises de la BNS</b>	5,9%	7,4%	9,7%	6,5%	<b>7,8%</b>	<b>7,0%</b>
<b>Fondations de placement Obligations étrangères</b> (moyenne de 10 resp. 12 fondations)	8,1%	5,8%	6,3%	6,1%	<b>7,2%</b>	<b>6,0%</b>
<b>Fonds de placement Obligations étrangères</b> (moyenne de 76 resp. 86 fonds)	6,4%	5,6%	5,2%	6,2%	<b>5,8%</b>	<b>5,9%</b>
<b>JP Morgan Global GBI</b>	8,4%	7,4%	9,9%	8,3%	<b>9,1%</b>	<b>7,8%</b>

## 5 Le recours à des gérants externes de patrimoine

Pour le placement des réserves de devises, le recours à des gérants externes permet d'atteindre plusieurs objectifs. D'une part, l'activité de ceux-ci peut être comparée à celle des collaborateurs de la BNS. D'autre part, des segments spéciaux de placement peuvent être ainsi couverts, segments que la BNS ne veut ou ne peut gérer elle-même. Un autre objectif vise à accroître le produit des placements par une gestion active du portefeuille sur le plan des monnaies.

Depuis un certain temps, un gérant externe s'occupe d'une part du portefeuille en dollars des Etats-Unis de la BNS, conformément à des directives que celle-ci a fixées. En raison de la diversité des conditions, la performance de ce gérant ne peut cependant être directement comparée à celle des gérants internes. En effet, le portefeuille interne en dollars est beaucoup plus volumineux que le portefeuille externe, et les flux et reflux de fonds du portefeuille interne sont plus fréquents que ceux du portefeuille externe.

Cette situation a incité la BNS à revoir sa conception du recours à des gérants externes. Ceux-ci doivent surtout couvrir des domaines que la Banque nationale ne peut pas gérer elle-même. Il s'agit d'obligations hypothécaires américaines et de portefeuilles d'obligations internationales avec une certaine marge de manœuvre dans la répartition des monnaies au niveau de la gestion de portefeuille. Dans ces segments, la BNS a donné plusieurs mandats à des gérants externes avec des directives de placement identiques, ce qui permet de comparer directement leur performance. De surcroît, la BNS profite, en élargissant les placements effectués, d'une diversification accrue qui réduit encore le risque global des placements de devises.

## 6 Conclusion

Grâce à la révision de 1997 de la loi sur la Banque nationale, la BNS peut gérer ses réserves de devises plus efficacement qu'auparavant. Ainsi, le rendement devrait être supérieur et plus stable à long terme. Cette amélioration peut cependant être réalisée sans mettre en péril la mission de la politique économique de la banque centrale.



## Relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois

Le 15 juin 2000, la Banque nationale a relevé d'un demi-point la marge de fluctuation du Libor à trois mois et l'a portée à 3%–4%. Elle a ainsi réagi aux dangers inflationnistes croissants.

**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 au Bulletin mensuel de statistiques économiques:  
fr. 15.- (étranger: fr. 20.-) par an  
Prix pour la Suisse, TVA comprise (2,3%)  
Compte postal 80-148-3

**Internet**

<http://www.snb.ch>



