

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIONALA SVIZRA 

Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse
Bulletin trimestriel

Juin

2/2003

21^e année

Table des matières

4	Sommaire
5	Übersicht
6	Sommario
7	Overview
8	Appréciation de la situation économique et monétaire au milieu de l'année
14	Situation économique et monétaire en Suisse
15	1 Environnement international
15	1.1 Conjoncture
17	1.2 Evolution monétaire
18	1.3 Perspectives conjoncturelles
19	2 Situation monétaire
19	2.1 Taux d'intérêt
22	2.2 Cours de change
23	2.3 Agrégats monétaires
25	2.4 Crédits et recours au marché des capitaux
27	3 Demande globale et production
27	3.1 Produit intérieur brut et production industrielle
29	3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes
32	3.3 Investissements
33	3.4 Consommation
34	3.5 Utilisation des capacités de production
34	3.6 Perspectives conjoncturelles
35	4 Marché du travail
35	4.1 Emploi
36	4.2 Chômage
37	4.3 Salaires en 2003
37	4.4 Libre circulation des personnes entre l'UE et la Suisse
38	5 Prix
38	5.1 Prix à la consommation
39	5.2 Inflation sous-jacente
40	5.3 Prix de l'offre totale
41	6 Perspectives de renchérissement
41	6.1 Evolution des prix sur le plan international
41	6.2 Evolution des prix en Suisse
42	6.3 Prévision d'inflation pour les années 2003 à 2005
43	7 La situation conjoncturelle selon les observateurs de l'évolution économique régionale
43	7.1 Production
44	7.2 Marché du travail
44	7.3 Prix et marges
46	Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse du 25 avril 2003 Hansueli Raggenbass
52	Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse du 25 avril 2003 Jean-Pierre Roth
60	Rapport sur la stabilité du système financier
86	Régime de l'étalon-or, déflation et dépression: l'économie suisse dans la crise économique mondiale Mathias Zurlinden
118	Chronique monétaire

Appréciation de la situation économique et monétaire au milieu de l'année (p. 8)

Le 13 juin 2003, la Banque nationale a décidé de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor à trois mois et de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone inférieure de la marge, soit autour de 0,25%. La reprise de l'économie mondiale sera probablement retardée une nouvelle fois, de sorte qu'il faudra attendre l'année 2004 pour observer, en Suisse également, une amélioration sensible de la conjoncture.

Situation économique et monétaire (p. 14)

La conjoncture a faibli sur le plan mondial au premier trimestre de 2003. Plusieurs facteurs, en particulier la menace d'une guerre en Irak, la forte hausse des prix des produits pétroliers qui en a découlé et la nouvelle baisse des cours des actions, ont contribué au ralentissement de l'activité économique. Après un début d'année décevant, les conditions préalables à une reprise de l'économie mondiale se sont améliorées au deuxième trimestre. Mais la conjoncture ne retrouvera sans doute que lentement de la vigueur.

Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel de la Suisse a reculé par rapport au trimestre précédent, mais aussi en comparaison annuelle (–0,6%). Cette nouvelle détérioration de la conjoncture est due principalement à un fort repli des exportations et reflète ainsi la persistance de la faiblesse de l'activité sur le plan international. L'emploi a continué à diminuer, et le chômage s'est accru.

La politique monétaire expansionniste a eu de sensibles répercussions dans les mois de mars à juin. Après avoir fluctué généralement entre 1,45 et 1,48 franc pendant un an et demi, l'euro s'est raffermi, passant à près de 1,55 franc début juin. La croissance des agrégats monétaires au sens large s'est accélérée. La stagnation tant des billets en circulation que des crédits en Suisse montre que la conjoncture est restée faible.

Assemblée générale des actionnaires (p. 46)

Lors de l'Assemblée générale des actionnaires du 25 avril, Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque de la Banque nationale suisse, a commenté d'abord les comptes annuels pour 2002, comptes qui reflètent une fois encore les risques considérables de taux d'intérêt, de cours de change et, sur l'or, de prix auxquels est exposé l'institut d'émission. Ce dernier doit détenir des réserves monétaires suffisantes, et ces réserves ne peuvent vraiment remplir leur rôle que si elles ne sont pas couvertes, par des opérations à terme, contre les risques de change. Ses excédents de recettes ne sont par conséquent pas distribués intégralement; ils servent aussi à constituer des provisions. Un des autres thèmes traités a porté sur le renforcement du gouvernement d'entreprise à la faveur de la révision de la loi régissant la Banque nationale.

Le président de la Direction générale de la Banque nationale, Jean-Pierre Roth, a consacré son exposé principalement à l'évolution de la conjoncture et à la politique monétaire. L'année 2002 a été décevante pour l'économie suisse. La conjoncture n'a pas marqué la reprise attendue, et la Banque nationale a assoupli encore sa politique monétaire. Les perspectives pour 2003 restent incertaines. Lorsque la conjoncture mondiale retrouvera de la vigueur, l'économie suisse en bénéficiera aussi. Pour atteindre une croissance durable et garantir la pérennité de ses assurances sociales, la Suisse doit cependant s'astreindre à de gros efforts, libéraliser son marché intérieur, mais aussi soutenir l'effort de travail, l'innovation et l'investissement.

Rapport sur la stabilité du système financier (p. 60)

En 2002, le secteur bancaire suisse a bien résisté à la détérioration de la conjoncture et à la chute des cours des actions. En effet, il est resté rentable; bien que les bénéfices dégagés par les banques aient fléchi sensiblement d'une année à l'autre, sa rentabilité se situe à un niveau proche de la moyenne observée pour la dernière décennie. De plus, le secteur bancaire est parvenu à garder intacte sa capacité à absorber des chocs. A fin 2002, sa dotation en fonds propres était toujours élevée en comparaisons historique et internationale. Enfin, aucun déséquilibre majeur, source possible de crise, n'a été identifié. Aussi le système bancaire suisse peut-il être qualifié de stable. Du côté de l'infrastructure du marché financier, soit des systèmes de compensation et de règlement des paiements et opérations sur titres et autres instruments financiers, la situation paraît bonne. Dans l'ensemble, la place financière suisse est dotée d'une infrastructure qui fonctionne bien et occupe une position de choix, en comparaison internationale, sous l'angle de la sécurité comme sous celui de l'efficacité.

Régime de l'étalon-or, déflation et dépression (p. 86)

L'article montre, à l'aide des principaux indicateurs, quelle a été l'évolution de l'économie suisse pendant la Grande Dépression. Il prend comme points de départ les opinions de Eichengreen et Temin – tous deux estiment que le régime de l'étalon-or, alors mondial, a joué un rôle important dans la propagation de la déflation et dans l'aggravation de la dépression – mais aussi de Bernanke qui met l'accent sur les répercussions des difficultés du secteur bancaire. Lors de la Grande Dépression, la Suisse a fait partie des pays qui ont maintenu le plus longtemps la parité-or de leur monnaie et ont cherché à rétablir leur compétitivité internationale par une baisse du niveau des coûts et des prix. Cette politique a échoué, et la reprise économique – en dépit d'afflux d'or et d'une expansion des agrégats monétaires en termes nominaux et réels – est intervenue plus tardivement.

Übersicht

Geldpolitische Lagebeurteilung (S. 8)

Die Nationalbank beschloss am 13. Juni 2003, das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0%–0,75% zu belassen. Der Dreimonats-Libor soll bis auf weiteres im unteren Bereich des Zielbandes bei 0,25% gehalten werden. Die Erholung der Weltwirtschaft dürfte sich erneut verzögern, so dass auch in der Schweiz erst im Laufe von 2004 mit einem spürbaren Konjunkturaufschwung zu rechnen ist.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 14)

Die internationale Konjunktur schwächte sich im ersten Quartal 2003 ab. Lähmend wirkten insbesondere der drohende Irakkrieg, der damit verbundene starke Anstieg der Erdölpreise sowie der erneute Rückgang der Aktienkurse. Nach dem enttäuschenden Jahresbeginn besserten sich im zweiten Quartal die Voraussetzungen für eine Erholung der Weltwirtschaft. Die Konjunktur dürfte jedoch nur langsam an Schwung gewinnen.

In der Schweiz nahm das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode ab und lag 0,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die erneute Konjunkturabschwächung ist in erster Linie auf den starken Rückgang der Exporte zurückzuführen und widerspiegelt damit die anhaltend schwache internationale Konjunktur. Die Beschäftigung bildete sich weiter zurück und die Zahl der Arbeitslosen nahm zu.

Die expansive Geldpolitik zeigte in den Monaten März bis Juni deutliche Wirkungen. Der Euro, der seit anderthalb Jahren meist zwischen 1,45 und 1,48 Franken gehandelt wurde, stieg bis Anfang Juni gegen 1,55. Die breiteren Geldaggregate nahmen verstärkt zu. Die Stagnation des Notenumlaufs sowie der Inlandkredite widerspiegelt weiterhin die schwache Konjunktur.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 46)

Der Präsident des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank, Hansueli Raggenbass, erläuterte an der Generalversammlung vom 25. April zunächst den Jahresabschluss 2002, in dem sich einmal mehr die beträchtlichen Goldpreis-, Wechselkurs- und Zinsrisiken der Bank widerspiegelten. Die Nationalbank ist auf ausreichende Währungsreserven angewiesen, die ihre Funktion nur dann einwandfrei erfüllen können, wenn sie am Markt nicht abgesichert werden. Sie schüttet deshalb nicht den gesamten Ertragsüberschuss aus, sondern bildet Rückstellungen. Ein weiteres Thema war die Stärkung der Corporate Governance, die im Rahmen der Revision des Nationalbankgesetzes angestrebt wird.

Der Präsident der Nationalbank, Jean-Pierre Roth, äusserte sich zur Konjunkturentwicklung und zur Geldpolitik. Die Hoffnung auf eine Konjunkturbe-

lebung wurde im Jahre 2002 enttäuscht und die Nationalbank lockerte ihre Geldpolitik weiter. Die Perspektiven für 2003 bleiben ungewiss. Erst ein Aufschwung der Weltwirtschaft dürfte auch der Schweizer Wirtschaft Erleichterungen bringen. Um ein nachhaltiges Wachstum zu erreichen und um ihre Sozialwerke längerfristig zu sichern, muss die Schweiz aber grosse Anstrengungen unternehmen, den Binnenmarkt liberalisieren und die Investitionen, den Innovationsgeist und den Arbeitseinsatz jedes Einzelnen fördern.

Stabilitätsbericht (S. 60)

Der schweizerische Bankensektor erwies sich gegenüber der konjunkturellen Verschlechterung sowie gegenüber dem Einbruch an den Börsen im Jahr 2002 als widerstandsfähig. Zum einen blieb er auch im vergangenen Jahr profitabel: Trotz eines deutlichen Gewinnrückgangs im Vergleich zum Vorjahr liegt die Rentabilität nahe beim Mittelwert des letzten Jahrzehnts. Zum andern hat der Bankensektor seine Kapazität, Schocks zu absorbieren, aufrechterhalten. Die Eigenmittelausstattung des Bankensektors Ende 2002 ist sowohl im internationalen wie auch im historischen Vergleich als gut zu beurteilen. Schliesslich wurde auch kein grösseres Ungleichgewicht als Quelle einer möglichen Krise identifiziert. Das schweizerische Bankensystem wird demzufolge als stabil beurteilt. Auch bei den Finanzmarktinfrastrukturen, d.h. im Bereich der Abrechnung und Abwicklung von Zahlungen und Geschäften mit Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten, präsentiert sich die Lage gut. Insgesamt verfügt der Finanzplatz Schweiz über eine gut funktionierende Infrastruktur, die hinsichtlich Sicherheit und Effizienz auch im internationalen Vergleich sehr gut abschneidet.

Goldstandard, Deflation und Depression (S. 86)

Dieser Aufsatz zeichnet anhand der wichtigsten Indikatoren die Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft in der Grossen Depression nach. Den Ausgangspunkt bilden die Auffassungen von Eichengreen und Temin, wonach der internationale Goldstandard eine wichtige Rolle bei der Verbreitung der Deflation und der Vertiefung der Depression spielte, sowie von Bernanke, der die Bedeutung der Schwierigkeiten im Bankensektor betonte. Die Schweiz gehörte in der Grossen Depression zu den Ländern, die am längsten an den alten Goldparitäten festhielten und die internationale Wettbewerbsfähigkeit über eine Senkung des Kosten- und Preisniveaus wiederherzustellen versuchten. Diese Politik schlug fehl, so dass die wirtschaftliche Erholung – trotz Goldzuflüssen und eines Anstiegs der nominellen und realen Geldmengen – spät einsetzte.

Valutazione della situazione monetaria a metà dell'anno (p. 8)

Il 13 giugno 2003, la Banca nazionale ha deciso di mantenere il margine di oscillazione del Libor a tre mesi allo 0%–0,75%. Fino a nuovo avviso, l'istituto di emissione intende lasciare il Libor a tre mesi nella zona inferiore di questa fascia, allo 0,25%. Gli indicatori lasciano presumere che la ripresa economica mondiale tarderà ulteriormente a manifestarsi. Di conseguenza, un rilancio sensibile della congiuntura svizzera non è previsto che nel corso del 2004.

Situazione economica e monetaria (p. 14)

Nel primo trimestre del 2003, la congiuntura internazionale si è indebolita. Diversi fattori, in particolare l'imminente guerra in Iraq, il relativo aumento del prezzo del greggio e l'ulteriore contrazione dei corsi azionari, hanno esercitato un effetto paralizzante sull'economia. Dopo un'evoluzione deludente all'inizio dell'anno, le condizioni quadro per una ripresa economica sono migliorate nel corso del secondo trimestre. Bisogna tuttavia presumere che la congiuntura riprenderà slancio soltanto lentamente.

In Svizzera, il prodotto interno lordo reale nel primo trimestre è calato sia rispetto al periodo precedente, sia rispetto al medesimo periodo del 2002 (–0,6%). Questa rinnovata flessione congiunturale è riconducibile in primo luogo al forte calo delle esportazioni e rispecchia dunque la persistente debolezza della congiuntura internazionale. Il calo dell'occupazione è proseguito e il numero dei disoccupati è aumentato.

La politica monetaria espansiva ha mostrato da marzo a giugno i suoi primi effetti. Il corso dell'euro che, da un anno e mezzo, oscillava tra 1,45 e 1,48 franchi, è salito, entro metà giugno, a franchi 1,55 circa. L'espansione degli aggregati monetari più ampi si è intensificata. In seguito alla debolezza congiunturale, le banconote in circolazione e i crediti concessi a debitori svizzeri non hanno invece subito variazioni di nota.

Assemblea generale degli azionisti (p. 46)

All'assemblea generale degli azionisti del 25 aprile, il presidente del consiglio di banca della Banca nazionale svizzera, Hansueli Raggenbass, ha esposto il conto annuale 2002. Il conto riflette i notevoli rischi di cambio, di tasso e di variazione del prezzo dell'oro ai quali l'istituto d'emissione è esposto. La Banca nazionale deve disporre di sufficienti riserve monetarie. Per assolvere pienamente il loro compito queste riserve non devono essere coperte con operazioni a termine. Per questo motivo, la Banca nazionale non distribuisce interamente il ricavo eccedente, bensì costituisce accantonamenti. Un altro tema trattato è stato il rafforzamento della corporate governance al quale mira, tra l'altro, la revisione della legge sulla Banca nazionale.

Il presidente della Banca nazionale, Jean-Pierre Roth, si è espresso in merito all'evoluzione congiunturale e alla politica monetaria. Nel 2002 le aspettative di ripresa congiunturale sono state deluse e la Banca nazionale ha perciò operato un ulteriore allentamento della politica monetaria. Le prospettive per il 2003 rimangono ancora incerte. La ripresa dell'economia internazionale permetterà il rilancio dell'economia svizzera. Per conseguire una crescita sostenibile e garantire a lungo termine le assicurazioni sociali, la Svizzera deve tuttavia compiere sforzi considerevoli, liberalizzare il mercato interno, promuovere gli investimenti, lo spirito d'innovazione e l'impegno del singolo nell'ambito lavorativo.

Rapporto sulla stabilità del sistema finanziario (p. 60)

Nel 2002, il settore bancario svizzero ha mostrato buone capacità di resistenza al deterioramento congiunturale e al crollo dei corsi azionari. Benché, nel giro di un anno, gli utili bancari si siano sensibilmente ridotti, la redditività del settore si è mantenuta nella media degli ultimi dieci anni. D'altro canto, la capacità del settore di assorbire shocks è rimasta intatta. Alla fine del 2002, i mezzi propri in dotazione del settore bancario svizzero risultavano ancora elevati sia rispetto al passato, sia nel confronto internazionale. Infine, non si è individuato nessuno squilibrio maggiore quale fonte potenziale di crisi. Il sistema bancario svizzero può perciò essere considerato stabile. L'infrastruttura del mercato finanziario, ossia i sistemi di compensazione e regolamentazione dei pagamenti e delle operazioni su titoli e altri strumenti finanziari, è adeguata. Complessivamente, la piazza finanziaria svizzera è dotata di un'infrastruttura ben funzionante, che in termini di sicurezza ed efficacia si situa nel confronto internazionale nelle prime posizioni.

Gold standard, deflazione e depressione (p. 86)

Il presente articolo illustra, basandosi sui principali indicatori economici, l'andamento dell'economia svizzera durante la grande depressione. Punto di partenza è costituito dall'ipotesi di Eichengreen e Temin, secondo la quale il regime monetario internazionale del gold standard ha contribuito in misura rilevante alla diffusione della deflazione e all'aggravamento della depressione, nonché di Bernanke, che sottolinea l'importanza delle difficoltà nel settore bancario. Durante la grande depressione, la Svizzera è stata tra i Paesi che più a lungo hanno mantenuto la parità aurea, cercando di ristabilire la propria competitività internazionale riducendo il livello dei costi e di prezzi. Questa politica fallì: la ripresa economica, nonostante l'afflusso di oro e l'aumento, sia nominale che reale, degli aggregati monetari, si verificò con ampio ritardo.

Overview

Monetary policy assessment at mid-year (p. 8)

On 13 June 2003, the Swiss National Bank decided to leave the target range for the three-month Libor rate at 0%–0.75%. For the time being, the three-month Libor is to be kept at the lower end of the target range at 0.25%. The recovery of the global economy is likely to be delayed still further so that in Switzerland, too, any perceptible economic upswing can only be expected in the course of 2004.

Economic and monetary developments (p. 14)

The world economy weakened in the first quarter 2003. In particular, the threat of war in Iraq, the associated steep rise in oil prices and the renewed decline in share prices had a paralysing effect. After a disappointing start in the new year, the conditions for a recovery of the world economy improved in the second quarter. Economic activity, however, is only likely to pick up gradually.

In Switzerland, real gross domestic product in the first quarter declined from the previous period and fell 0.6% short of the year-earlier level. The renewed slowdown in business activity is primarily due to the strong decline in exports, thus reflecting the persistently weak international economy. Employment continued to fall, and unemployment figures rose.

The expansionary monetary policy proved clearly effective from March to June. The euro, which has been traded mostly between Sfr 1.45 and Sfr 1.48 in the past eighteen months, rose to almost Sfr 1.55 by the beginning of June. The broader monetary aggregates increased more markedly. The stagnation in banknote circulation and domestic loans continues to reflect the weak state of the economy.

Annual General Meeting of Shareholders (p. 46)

At the Annual General Meeting of 25 April, the President of the Bank Council of the Swiss National Bank, Hansueli Raggenbass, first commented the financial statements for 2002, which once again reflected the considerable gold price, exchange rate and interest rate risks faced by the Bank. The National Bank depends on adequate currency reserves, and these can only fulfil their function satisfactorily if they are not hedged on the market. It therefore does not distribute its entire earnings surplus, but sets aside provisions. Another subject was the planned strengthening of corporate governance within the context of the revision of the National Bank Law.

The Chairman of the Governing Board of the National Bank, Jean-Pierre Roth, commented on the economic development and on monetary policy. All

hopes of an economic pickup in 2002 have been disappointed, and the National Bank further eased its monetary policy. The prospects for 2003 remain uncertain. Only an international economic upswing is likely to bring relief also for the Swiss economy. Switzerland must, however, undertake great efforts, liberalise its domestic market and promote investments as well as the innovative spirit and work input of each individual in order to achieve sustained growth and to ensure the long-term survival of its social institutions.

Report on the stability of the financial system (p. 60)

The Swiss banking sector has proved resistant to the deterioration in the economy and to the collapse of the stock markets in 2002. On the one hand, the banking sector again showed positive results in the past year: despite a marked decline in profits compared with the previous year, earning power is close to the average for the last decade. On the other hand, the sector has maintained its capacity to absorb shocks. The capital ratios of the banking sector at the end of 2002 can be regarded as favourable both in an international and an historical comparison. It must be noted that institutions with considerable losses have introduced significant measures to strengthen their capital adequacy. Finally, no major imbalance was identified as the source of a potential crisis. The Swiss banking system is thus considered to be stable. The financial market infrastructure relating to the clearing and settlement of payments and of transactions with securities and other financial instruments presents a favourable picture. Overall, the infrastructure functions well and compares very favourably as regards security and efficiency with that of other countries.

Gold standard, deflation and depression (p. 86)

This article shows, in the light of the main indicators, the development of the Swiss economy during the Great Depression. The point of departure are the views of Eichengreen and Temin, who believe that the international gold standard played an important part in spreading deflation and deepening the depression, and those of Bernanke, who emphasised the significance of the difficulties in the banking sector. During the Great Depression Switzerland was one of the countries who adhered longest to the old gold parities and who tried to re-establish international competitiveness by lowering the cost and price levels. This policy failed with the result that the economic recovery set in late despite inflows of gold and a rise in the nominal and real money supply aggregates.

Appréciation de la situation économique et monétaire au milieu de l'année

Déclarations de Jean-Pierre Roth, président de la Direction générale de la Banque nationale suisse, à la conférence de presse que la Direction générale a donnée à Berne, le 13 juin 2003

La Banque nationale a décidé de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois sera maintenu dans la zone inférieure de la marge de fluctuation, soit autour de 0,25%. Ces deux dernières années, nous avons nettement réagi à l'affaiblissement de la croissance économique et aux tendances à la revalorisation du franc sur les marchés des changes. Grâce aux faibles tensions inflationnistes, nous avons pu, depuis mars 2001, abaisser la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 3,25 points au total. Notre dernière baisse du Libor remonte au 6 mars de cette année. La reprise de l'économie mondiale sera probablement retardée une nouvelle fois, de sorte qu'il faudra attendre l'année 2004 pour observer, en Suisse également, une amélioration sensible de la conjoncture. Par conséquent, nous poursuivons notre politique monétaire expansionniste et voulons maintenir à un niveau bas l'attrait des placements en francs. La stabilité des prix n'est cependant pas menacée. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,25%, le renchérissement annuel moyen devrait s'établir à 0,6% cette année, puis passer à 0,4% en 2004 et à 1,2% en 2005. Pour 2003, nous tablons en moyenne sur une stagnation de l'activité économique en termes réels.

Après cette introduction, je voudrais commenter l'évolution des marchés financiers et de la conjoncture en Suisse, mais aussi notre nouvelle prévision d'inflation. Dans une dernière partie, je formulerai quelques réflexions sur la récente adaptation de la stratégie de politique monétaire de la Banque centrale européenne et sur la distribution des bénéfices de la Banque nationale.

Marchés financiers

Après la fin de la guerre en Irak, les marchés financiers ont procédé à une nouvelle évaluation de la situation économique. Sur les marchés, l'attention s'est focalisée non plus sur les risques découlant de la situation politique mondiale, mais de nouveau sur les fondamentaux de l'économie. Les divers marchés ont ainsi émis des signaux fort différents.

D'un côté, les rendements des emprunts à long terme dans les principales monnaies ont fléchi, passant à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis de nombreuses années. Cette évolution montre que les marchés obligataires s'attendent, à moyen ou long terme, à une inflation faible et à un dynamisme modéré de la conjoncture. D'un autre côté, les marchés des actions se sont quelque peu redressés au deuxième trimestre. En outre, les primes

de risques sur les emprunts obligataires des entreprises ont diminué. On peut en déduire que maints opérateurs sur les marchés croient les entreprises tout à fait en mesure d'améliorer leur situation.

Dans le domaine des cours de change également, la situation a fait l'objet d'une nouvelle évaluation. La sensible baisse du dollar des Etats-Unis face à l'euro peut être considérée en partie comme une normalisation, après les excès antérieurs, et en partie comme la conséquence des déficits croissants des comptes extérieurs et des finances publiques outre-Atlantique. En outre, le bas niveau des rémunérations sur les placements en dollars a permis de couvrir le risque de change, par des opérations à terme, à des coûts très faibles, ce qui est attrayant dans une période où la capacité de prendre des risques diminue. Les ventes à terme de dollars, qui ont ainsi augmenté, ont accentué les pressions à la baisse sur la monnaie américaine. Pour ce qui a trait au franc, nous constatons que la relation de change avec l'euro a, pour la première fois, retrouvé son niveau d'avant les attentats du 11 septembre 2001.

Les pertes de ces dernières années sur les cours des actions – aujourd'hui, le SPI est environ 40% au-dessous de son niveau record – ont de lourdes répercussions en Suisse. Celles-ci pèsent à la fois sur les entreprises et les ménages, au travers notamment de la hausse prévisible des cotisations aux institutions de prévoyance-vieillesse et de l'incertitude quant aux prestations que fourniront ces institutions. La correction boursière a frappé tout particulièrement le secteur financier suisse, lequel contribue pour une part relativement importante au PIB. La réduction des capacités qui est aujourd'hui nécessaire dans ce secteur pèsera longtemps encore sur l'économie suisse.

Conjoncture

En Suisse, la conjoncture a faibli au premier trimestre de 2003. Selon de premières estimations du seco, le produit intérieur brut réel a reculé d'un trimestre à l'autre, mais aussi par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Cette détérioration de la situation économique n'a pas surpris. Elle a découlé surtout du nouveau ralentissement que la conjoncture mondiale a subi du fait notamment des incertitudes liées à la guerre en Irak. Au premier trimestre, les exportations suisses sont reparties à la baisse, et la contribution du commerce extérieur a été nettement négative. La consommation a joué un rôle légèrement stabilisateur, tandis que les investissements ont au total continué à reculer.

Bien que les incertitudes géopolitiques se soient entre-temps dissipées en grande partie, la situation de l'économie suisse reste difficile. La nette détérioration observée sur le marché du travail accroît l'incertitude et pèse sur le climat de consommation. De premiers signaux laissent entrevoir une stabilisation de la demande de biens d'équipement, mais la propension des entreprises à investir est toujours faible. Jusqu'en avril, les entrées de commandes et les carnets de commandes se sont maintenus à des niveaux insatisfaisants, en dépit de la baisse du franc vis-à-vis de l'euro. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités est toujours trop bas. Ainsi, le produit intérieur brut de la Suisse n'augmentera sans doute guère au deuxième trimestre.

Pour que l'économie suisse retrouve de la vigueur, il faut une croissance durablement plus forte des exportations, et cette croissance induira un revirement de tendance dans les investissements en biens d'équipement, investissements qui restent faibles, aujourd'hui encore. Nous escomptons qu'un tel redressement s'amorcera peu à peu dans la seconde moitié de 2003 et prendra de l'ampleur l'année prochaine. La consommation privée devrait elle aussi progresser à un rythme légèrement plus soutenu. Ainsi, la croissance du PIB devrait s'accélérer quelque peu au second semestre de 2003, tout en restant modérée. Pour 2003, nous nous attendons en moyenne à une stagnation de l'activité économique en termes réels. Nous tablons cependant sur une sensible amélioration en 2004. Le chômage continuera sans doute à augmenter jusqu'à la fin de l'année. Une amélioration sur le marché du travail n'interviendra pas avant le milieu de 2004.

Prévision d'inflation

Je voudrais maintenant commenter l'évolution du renchérissement et notre nouvelle prévision d'inflation. Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement annuel s'établissait à 1%, tant au quatrième trimestre de 2002 qu'au premier trimestre de 2003. Il a ensuite diminué, passant à 0,7% en avril, puis à 0,4% en mai. Ce repli s'explique principalement par un effet de base. Le renchérissement est resté assez stable du côté des biens d'origine suisse, mais très volatil du côté des biens importés. Cette volatilité est due aux fortes fluctuations du prix du pétrole dans la période récente. Dans le domaine des biens d'origine suisse, on peut observer que les loyers n'augmentent plus guère depuis quelque temps, alors que les autres services, en particulier ceux du secteur public, marquent un renchérissement supérieur à la moyenne. L'inflation

sous-jacente que calcule la Banque nationale est légèrement inférieure à 1% depuis un certain temps.

Depuis le début de cette année, la Banque nationale publie une prévision d'inflation chaque trimestre. Selon notre prévision d'inflation de mars 2003 (voir courbe rouge en tirets et points du graphique), nous nous attendions alors, en partant de l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,25%, à ce que l'inflation augmente graduellement et atteigne 2,5% au quatrième trimestre de 2005. Notre prévision reposait également sur la perspective d'une reprise sensible de l'économie des Etats-Unis, dès le deuxième trimestre de 2003, et d'un redressement de la conjoncture en Europe, vers la fin de l'année. Ces deux hypothèses se sont révélées trop optimistes.

Dans notre plus récente prévision d'inflation (voir courbe rouge en tirets), nous sommes partis de plusieurs hypothèses. Ainsi, la reprise de l'économie mondiale aura un nouveau retard d'un bon semestre. Aux Etats-Unis, la conjoncture devrait s'accélérer cette année déjà, mais le potentiel de croissance ne sera probablement atteint que vers la fin de 2004. L'économie européenne n'évoluera que faiblement dans un premier temps; nous nous attendons à ce que la croissance s'accélère nettement à partir du milieu de 2004 et atteigne son potentiel au cours de 2005. En outre, la relation de change entre le dollar et l'euro restera approximativement à son niveau actuel, et le baril de pétrole se maintiendra autour de 25 dollars.

Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,25% au cours des trois prochaines années, le taux annuel moyen d'inflation devrait s'établir à 0,6% en 2003, puis passer à 0,4% en 2004 et à 1,2% en 2005. Telle qu'elle est prévue, l'inflation reste inférieure à 1% jusqu'au milieu de 2005. Elle marque cependant une accélération au cours de l'année 2005 et atteint, au deuxième trimestre de 2006, la barre des 2,5%.

Notre dernière prévision est ainsi constamment au-dessous de celle de mars 2003. Le bas niveau de l'inflation, au début de 2004, découle d'un effet de base engendré par l'évolution du prix du pétrole. Le retard avec lequel la reprise de la conjoncture interviendra explique la prévision plus basse d'inflation pour la période qui suit. Selon notre dernière prévision, l'inflation n'est plus, en 2006, dans la zone que la Banque nationale assimile à la stabilité des prix. Il convient cependant de préciser que cette prévision repose sur l'hypothèse d'une politique monétaire expansionniste et inchangée au cours des trois prochaines années. En resserrant la politique monétaire le moment venu, nous pourrions éviter une telle accélération de l'inflation.

Politique monétaire ample

En abaissant de 50 points de base la marge de fluctuation du Libor, en mars 2003, nous avons procédé à la dernière baisse possible des taux d'intérêt. L'objectif était de contrer résolument la fermeté du franc face à l'euro, à un moment où la situation économique était difficile. Cette décision a eu jusqu'ici les effets escomptés: le franc a faibli sensiblement vis-à-vis de l'euro. Les conditions monétaires ont été ainsi une nouvelle fois assouplies nettement. Nous voulons pour le moment poursuivre notre politique monétaire expansionniste et soutenir la reprise de la conjoncture en Suisse. Les placements en francs resteront peu attrayants dans le proche avenir.

La reprise de la conjoncture n'est toujours pas assurée. Il est même question çà et là d'un risque de déflation en Suisse. Un tel risque nous paraît très faible. Il est tout à fait possible que des taux annuels d'inflation négatifs soient enregistrés certains mois. Une véritable spirale déflationniste, qui engendrerait une forte diminution de la demande de biens et de la production, est cependant très improbable aussi longtemps que le franc ne subira pas une revalorisation massive. C'est pourquoi nous lutterons résolument, à l'avenir également, contre un durcissement des conditions monétaires qui serait induit par une forte revalorisation du franc face à l'euro.

Les taux de croissance élevés que les agrégats monétaires ont enregistrés ces derniers trimestres n'ont certainement pas échappé à votre attention. Les masses monétaires croissent actuellement à des rythmes qui n'avaient plus été observés depuis la fin des années quatre-vingt. On peut dès lors se demander dans quelle mesure leur expansion a des effets inflationnistes. Il convient d'abord de relever que nous menons intentionnellement une politique expansionniste. Notre politique explique en partie la croissance supérieure à la moyenne des agrégats monétaires. Il faut également savoir que la préférence pour la liquidité a fortement augmenté à la suite des expériences douloureuses que les investisseurs ont faites en bourse et de la situation économique incertaine. La statistique des crédits confirme que l'expansion des agrégats monétaires n'a pas résulté d'un accroissement des crédits bancaires et, par conséquent, qu'elle ne sert pas au financement d'une demande existante de biens. De plus, notre économie ayant actuellement des capacités qui ne sont pas utilisées, une reprise de la demande ne poussera pas immédiatement les prix à la hausse. Nous sommes par conséquent persuadés de disposer de suffisamment de temps pour resserrer les rênes monétaires, le moment venu, et ainsi pouvoir maintenir le renchérissement dans la zone assimilée à la stabilité des prix.

Je voudrais une fois encore souligner que, dans la situation actuelle, une politique monétaire expansionniste ne suffit pas à maintenir et à renforcer l'attrait de la place économique suisse. D'autres efforts sont indispensables. Il faut notamment poursuivre la libéralisation du marché intérieur, renforcer la compétitivité des branches présentant des faiblesses structurelles et veiller à des finances publiques saines.

Adaptation de la stratégie de politique monétaire de la BCE

Il y a quelques semaines, la Banque centrale européenne (BCE) a fait un point de situation sur sa politique monétaire et adapté légèrement sa stratégie. A l'avenir, la BCE ne fixera plus chaque année une valeur de référence pour la croissance de la masse monétaire M_3 , mais la maintiendra inchangée pendant des périodes plus longues. Dans la présentation de ses décisions de politique monétaire, la BCE commentera, contrairement à ce qu'elle a fait jusqu'ici, d'abord l'évolution générale des prix et de l'activité économique, puis l'évolution des agrégats monétaires. Elle a en outre confirmé sa définition de la stabilité des prix. Celle-ci est atteinte, estime la BCE, quand le taux d'inflation est inférieur à 2%. La BCE a cependant annoncé, et cela est nouveau, qu'elle vise à moyen terme un taux d'inflation de près de 2%.

La Banque nationale et la BCE ont une définition identique de la stabilité des prix. On peut dès lors se demander si nous ne devrions pas nous aussi viser en principe la partie supérieure de la zone assimilée à la stabilité des prix. Nous ne voyons toutefois aucune raison de modifier notre stratégie. La Suisse est une petite économie ouverte, et les biens importés entrent à hauteur de 25% dans la composition de son indice des prix à la consommation. Par conséquent, le taux d'inflation suisse est, du fait des fluctuations des cours de change, nettement plus volatil que celui de la zone euro. Dans ces conditions, viser une fourchette plus étroite de renchérissement n'aurait aucun sens. Des fluctuations passagères de l'inflation ne posent aucun problème à l'économie suisse et ne devraient pas non plus appeler des mesures de politique monétaire. En outre, la zone euro connaît, en matière de taux d'inflation, de sensibles écarts entre les Etats périphériques et ceux du centre. En visant à moyen terme, et pour l'ensemble de la zone, un taux d'inflation inférieur à 2%, mais proche de ce niveau, la BCE veut éviter de faire passer le renchérissement dans les pays du centre à un niveau proche de 0%, ou même au-dessous, pendant une longue période. La Suisse n'est pas confrontée à ce problème, puisque seul le renchérissement mesuré sur le plan national est déterminant pour la conduite de la politique monétaire.

Convention additionnelle entre le DFF et la BNS concernant la distribution de revenus tirés des actifs libres

Notre Conseil de banque a approuvé, hier, la conclusion d'une convention additionnelle entre le Département fédéral des finances et la Banque nationale suisse concernant la distribution de revenus tirés des actifs libres (revenus découlant des placements faits avec le produit des ventes d'or). Ainsi, la distribution de bénéfices que la Banque nationale effectuera au printemps de 2004 (au titre de l'exercice 2003) augmentera de 300 millions et passera à 2,8 milliards de francs au total. Dans les années 2005 et 2006, elle sera portée en deux étapes à 3 milliards de francs. Les revenus tirés des placements faits avec le produit des ventes d'or n'avaient jusque-là pas été pris en considération dans la distribution des bénéfices de la Banque nationale.

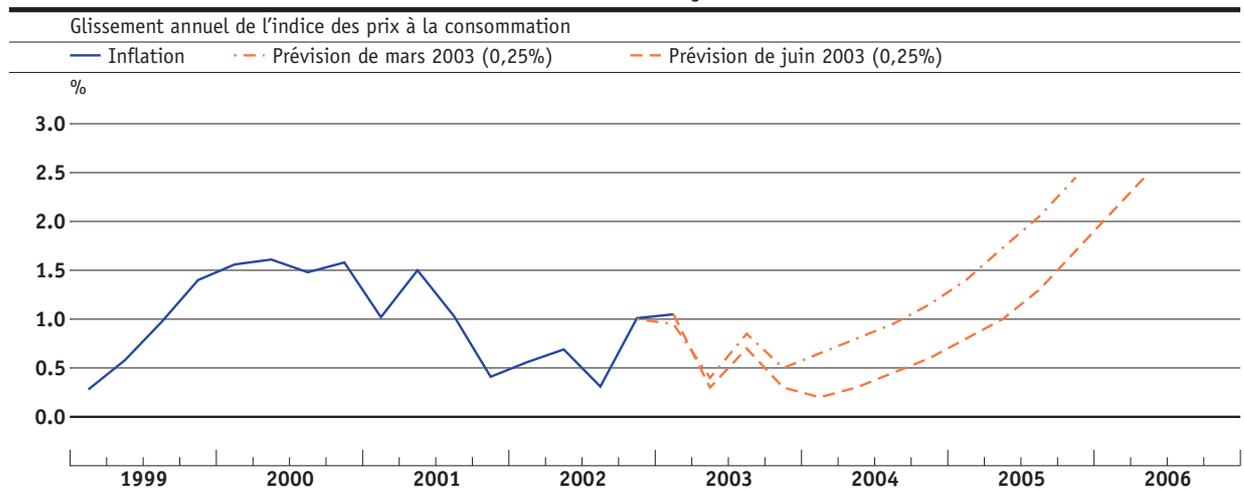
Lors de l'examen de la convention additionnelle, les autorités de la Banque nationale ont exprimé leur inquiétude, étant donné que les bénéfices distribués atteignent un niveau qui, de toute évidence, surtout après ce nouveau relèvement, ne pourra être maintenu à plus long terme. La Direction générale partage l'inquiétude des autorités de la Banque, car des difficultés politiques considérables pourraient surgir lors

du retour à une distribution «normale», soit à un montant annuel d'environ 1 milliard de francs seulement.

De plus, on ne peut aujourd'hui exclure que la distribution additionnelle de revenus tirés des actifs libres entraîne une réduction des provisions de la Banque nationale plus rapide que ce qui avait été prévu, en avril 2002, lors de la conclusion de la convention principale sur la distribution des bénéfices. Dans la prévision de recettes ayant servi de base à cette convention principale, on avait tablé de surcroît sur un rendement annuel de 2,9%, ce qui est plutôt optimiste au vu du bas niveau des rendements, dans le proche avenir, sur les marchés financiers. Il n'est par conséquent pas exclu qu'il faille, en 2007 déjà, lors du réexamen – prévu par la convention – du montant distribué, procéder à une réduction de la distribution. Quoi qu'il en soit, la Banque nationale estime qu'une distribution annuelle de 3 milliards de francs n'est pas assurée après l'année 2007.

Nous tenons, aujourd'hui déjà, à attirer l'attention sur ces risques. Nous en avons informé le chef du Département fédéral des finances et l'avons prié de faire part de nos inquiétudes aux responsables cantonaux des finances.

Prévisions d'inflation de mars 2003, avec Libor à 0,25%, et de juin 2003, avec Libor à 0,25%



Prévision d'inflation de juin 2003 avec Libor à 0,25%

	2003	2004	2005
Inflation annuelle moyenne en %	0,6	0,4	1,2

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 11 juin 2003.

Autant que possible, il tient compte également des informations publiées après cette date. Sauf indication contraire, les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et d'autres incidences particulières.

1 Environnement international

1.1 Conjoncture

La conjoncture a faibli sur le plan international, au premier trimestre de 2003, et la reprise de l'économie mondiale, attendue pour cette année, est devenue de plus en plus incertaine. Plusieurs facteurs, en particulier la menace d'une guerre en Irak, la vive hausse des prix des produits pétroliers qui en a découlé et une nouvelle baisse des cours des actions, ont joué un rôle préjudiciable. En conséquence, les investissements ont encore reculé dans la plupart des pays industrialisés, et les échanges extérieurs ont marqué un tassement. En revanche, la consommation privée est restée relativement robuste.

Après un début d'année décevant, les conditions préalables à un redémarrage de l'économie mondiale se sont améliorées au deuxième trimestre. Après la fin rapide du conflit irakien, les prix des produits pétroliers ont baissé sensiblement, et la situation s'est stabilisée sur les marchés des actions. Plusieurs instituts d'émission, notamment la Banque centrale européenne (BCE), ont assoupli une fois encore leur politique monétaire. Les perspectives en matière de renchérissement, toujours favorables, ont contribué à un nouveau repli des taux d'intérêt à long terme.

Faible croissance aux Etats-Unis

Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel des Etats-Unis s'est accru de 1,4% en taux annualisé, soit au même rythme qu'à la période précédente. La croissance est restée cependant très inférieure à son potentiel. La progression de la demande intérieure a

marqué un nouveau ralentissement, et les exportations ont encore reculé, mais pas autant qu'au trimestre précédent; la sensible baisse du dollar sur les marchés des changes a sans doute contribué à cette évolution des ventes à l'étranger. En données pondérées par le commerce extérieur, le cours réel du dollar était inférieur, au premier trimestre, de 4,4% au niveau observé un an auparavant; par rapport à l'euro, la monnaie américaine a cédé 22,5%.

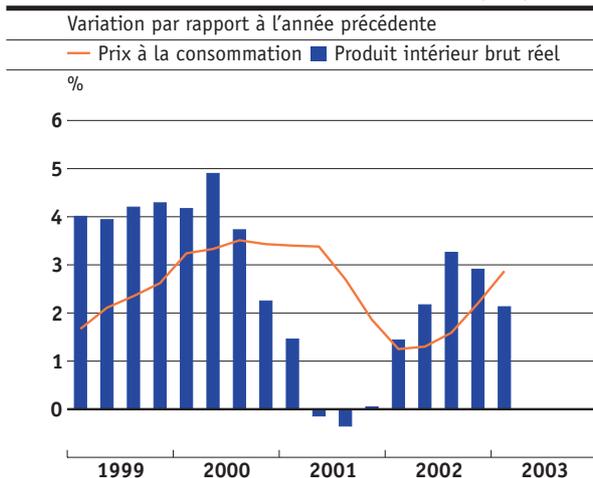
Au début du deuxième trimestre, la situation conjoncturelle était toujours fragile. La production de l'industrie manufacturière a fortement diminué, et le taux de chômage a augmenté, passant de 5,8% en moyenne du premier trimestre à 6% en avril. En revanche, la confiance des consommateurs s'est améliorée, et les entrées de commandes ont progressé dans l'industrie, ce qui laisse présager un accroissement de la production au cours des prochains mois.

Conjoncture toujours apathique dans l'UE ...

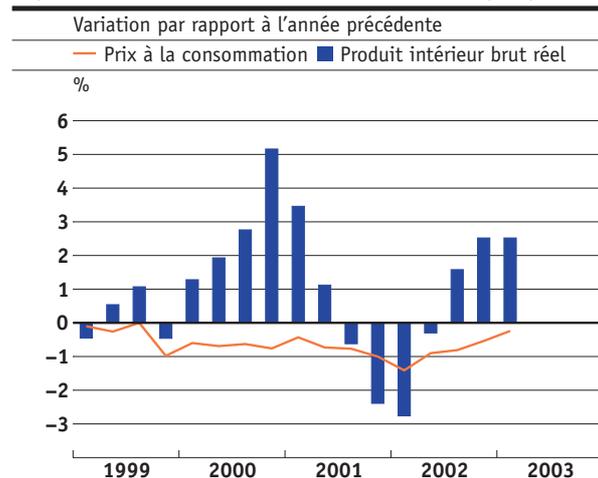
Dans la zone euro, le produit intérieur brut réel a stagné au premier trimestre, alors qu'il avait encore affiché une croissance de 0,3%, en taux annualisé, à la période précédente. La consommation privée a progressé légèrement, mais les investissements et les exportations ont diminué. Le refroidissement de la conjoncture a été particulièrement marqué en Allemagne et aux Pays-Bas; dans ces deux pays, le produit intérieur brut réel a reculé pour la deuxième fois consécutive. Le produit intérieur brut s'est contracté légèrement en Italie, tandis que la croissance économique a faibli en France et en Espagne. Dans les petits pays, la conjoncture a généralement stagné.

Au deuxième trimestre, aucun signe de reprise de la conjoncture n'a été observé pour le moment. Les

Etats-Unis Graphique 1.1



Japon Graphique 1.2



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

entrées et les carnets de commandes sont restés peu étoffés dans l'industrie. Après une forte détérioration jusqu'en mars, le climat de consommation s'est maintenu à un bas niveau. Les perspectives d'emploi, plus sombres, ont beaucoup pesé sur le climat de consommation. Le taux de chômage s'établissait à 8,8% en mai, contre 8,2% un an auparavant.

Au Royaume-Uni, la croissance économique a faibli sensiblement au premier trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,6% en taux annualisé, après 1,5% à la période précédente. Selon les dernières enquêtes réalisées dans l'industrie, la croissance devrait être modeste au deuxième trimestre. Le taux de chômage n'a cependant guère augmenté jusqu'ici; il était de 5,1%, soit un niveau nettement inférieur à celui de la zone euro.

... et au Japon

D'un trimestre à l'autre, le produit intérieur brut réel du Japon a stagné au premier trimestre, alors qu'il s'était accru de 1,9%, en taux annualisé, au quatrième trimestre de 2002. Les investissements en biens d'équipement et la consommation privée ont soutenu la conjoncture, contrairement aux investissements en constructions, qui étaient en repli. Quant aux exportations, elles ont perdu de leur vigueur du fait de l'affaiblissement de la demande émanant d'Asie et des Etats-Unis.

Au deuxième trimestre, la conjoncture ne s'est probablement que peu redressée. En avril, la production de l'industrie manufacturière a de nouveau faibli. Dans les dernières enquêtes, les entreprises se sont montrées un peu plus optimistes. Les stocks étant bas dans l'industrie manufacturière, un raffermissement de la demande pourrait avoir rapidement

des effets stimulants sur la production. Néanmoins, la valeur extérieure du yen et le chômage – atteignant 5,4%, le taux de chômage est élevé pour le Japon et pèse sur la consommation privée – affectent la conjoncture.

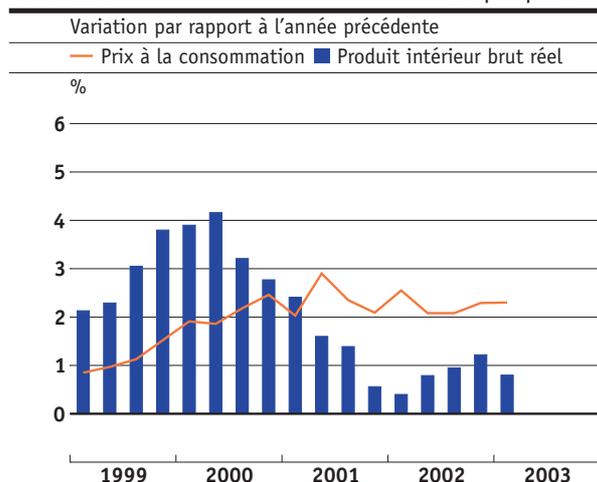
Signes de reprise en Argentine

L'Argentine est toujours confrontée à une situation difficile, mais les signes d'une reprise économique se multiplient depuis le début de l'année. Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel dépassait de 4,5% le niveau observé un an auparavant. La monnaie argentine s'est raffermie, et le renchérissement a fléchi davantage que prévu. Le nouveau gouvernement – il a pris les rênes du pays en mai – s'efforce de négocier avec le Fonds monétaire international (FMI) un nouveau programme destiné à surmonter la crise économique. Il s'agit en particulier de renouveler un accord qui expirera en août. Par cet accord, l'Argentine a obtenu du FMI un court délai supplémentaire pour le remboursement de crédits arrivés à échéance.

Confiance croissante au Brésil

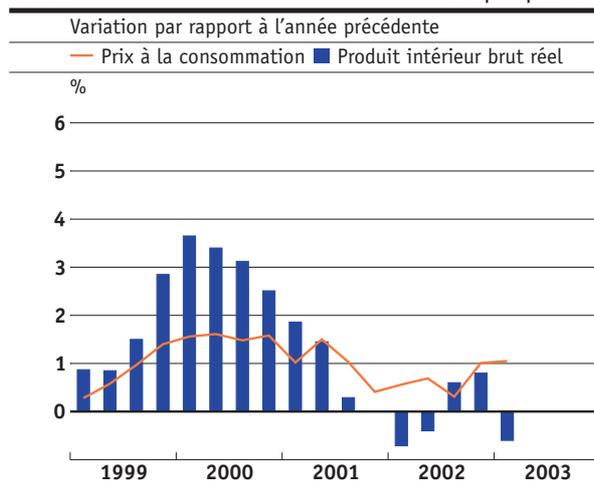
Au Brésil, la conjoncture semble avoir retrouvé une assise. Le gouvernement qui dirige le pays depuis le début de l'année suit une politique économique axée sur la stabilité, ce qui a contribué à ramener le calme sur les marchés financiers. La monnaie brésilienne s'est redressée, après sa chute de l'an dernier, et les anticipations inflationnistes ont fléchi. La prime de risque sur les emprunts d'Etat a fortement diminué, ce qui a permis à l'Etat de lancer de nouveau des emprunts sur le marché international des capitaux.

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

Renchérissement inchangé

Dans la zone de l'OCDE (sans les pays à forte inflation), le renchérissement moyen – mesuré aux prix à la consommation – était de 2% en avril, contre 2,1% en janvier. La baisse des prix des produits pétroliers a contribué pour beaucoup à ce repli.

Aux Etats-Unis, le renchérissement s'est réduit, passant de 3% en février à 2,2% en avril; le renchérissement sous-jacent a quant à lui diminué de 0,4 point pour s'établir à 1,5%. Dans la zone euro, le renchérissement était de 2,3% au premier trimestre et de 2,1% en avril. Une fois encore, l'Allemagne a affiché le taux d'inflation le plus bas (1%), et l'Irlande, le plus haut (4,5%). Au Royaume-Uni, le renchérissement s'inscrivait à 3% (hors intérêts hypothécaires), soit à un niveau toujours nettement supérieur à l'objectif de 2,5%. Au Japon, le niveau des prix a encore baissé en février et en mars, mais pas autant que les mois précédents; de fortes hausses du côté des denrées alimentaires expliquent le ralentissement de la baisse des prix. L'évolution de l'inflation sous-jacente montre que la tendance à la déflation s'est toutefois maintenue.

Nouveaux assouplissements de la politique monétaire

Etant donné la morosité persistante de la conjoncture, la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé ses taux directeurs de 0,5 point, le 5 juin; depuis, le taux de soumission minimal qu'elle applique aux opérations principales de refinancement est de 2%. La précédente réduction des taux directeurs – 0,25 point – remonte au début de mars. En outre, les banques centrales de Suède et du Danemark ont abaissé elles aussi de 0,5 point leurs taux directeurs au début de juin. La banque centrale de Norvège a réduit ses taux au début de mai déjà. Par contre, la Réserve fédérale des Etats-Unis et la Banque d'Angleterre ont laissé leur taux directeur inchangé au deuxième trimestre, soit à 1,25% pour la première et à 3,75% pour la seconde. De plus, la Banque du Canada a une nouvelle fois relevé légèrement son taux directeur à la mi-avril; depuis, le taux de l'argent au jour le jour est de 3,25%.

Au Japon, le taux de l'argent au jour le jour est resté à 0%. En vue de soutenir la conjoncture, la Banque du Japon a sensiblement relevé, au deuxième trimestre, son objectif en termes de liquidités bancaires. Début juin, elle a décidé également de reprendre des créances titrisées d'entreprises («asset-backed securities») pour faciliter le financement de celles-ci.

Début mai, la Banque centrale européenne (BCE) a légèrement ajusté sa stratégie de politique monétaire. Ainsi, elle a décidé de fixer non plus chaque année, mais pour des périodes plus longues, une valeur de référence pour la croissance de la masse monétaire M_3 . En outre, dans la présentation de ses décisions de politique monétaire, elle a choisi de commenter d'abord l'évolution des prix et de la conjoncture économique et ensuite seulement les variations de M_3 . La BCE a également confirmé sa définition de la stabilité des prix; à l'avenir, elle entend viser à moyen terme un taux de renchérissement proche de 2%.

Bas niveau des taux d'intérêt à long terme – Reprise des marchés des actions

Les perspectives favorables en matière de renchérissement ont contribué à un nouveau repli des taux d'intérêt à long terme dans les pays industrialisés. Après une légère remontée en mars, les taux à long terme ont fléchi pour s'établir, à fin mai, à des niveaux historiquement très bas. Sur les marchés des actions, la situation s'est améliorée. L'indice mondial des actions MSCI a augmenté de 15,1% entre mars et juin, alors qu'il avait reculé de 6,4% entre janvier et mars.

1.3 Perspectives conjoncturelles

Les conditions préalables à une reprise de l'économie mondiale se sont améliorées après la fin de la guerre en Irak, mais la conjoncture ne devrait retrouver que lentement de la vigueur dans les pays industrialisés. Les perspectives de retournement de la conjoncture sont meilleures pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni que pour la zone euro et le Japon. Au second semestre de 2003, l'économie américaine – soutenue par la politique budgétaire expansionniste et le renforcement de la confiance des consommateurs – devrait déjà bénéficier d'une croissance plus élevée. Il n'y a par contre guère de lueurs d'espoir du côté de la zone euro et du Japon. La situation difficile des finances publiques de nombreux pays constitue un handicap dans la mesure où il faut s'attendre à une faible augmentation des dépenses publiques et à des hausses d'impôts. En Asie, la pneumopathie SRAS devrait contribuer à peser sur l'évolution économique.

Dans ses prévisions du printemps, l'OCDE a annoncé, pour l'UE, un accroissement du produit intérieur brut réel de 1,2% cette année; elle a sensiblement réduit sa prévision depuis l'automne de 2002 (1,9%). Dans les prévisions consensuelles qu'ils ont publiées à la mi-mai¹, les centres de recherches conjoncturelles tablent sur une croissance économique de 1,2% pour l'UE; ils ont eux aussi révisé à la baisse leur estimation de mars. En revanche, l'OCDE et les centres de recherches continuent à compter sur une croissance économique réelle de l'ordre de 2,5% pour les Etats-Unis. De même, les pronostics relatifs au Japon sont restés largement inchangés, soit 1% (OCDE) et 0,8% (prévision consensuelle). Pour 2004, l'OCDE s'attend à une sensible accélération de la conjoncture aux Etats-Unis et dans l'UE, mais à une croissance toujours faible au Japon.

Prévisions

Tableau 1

	Croissance économique ²				Renchérissement ³			
	OCDE		Prévisions consensuelles		OCDE ⁴		Prévisions consensuelles	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Union européenne	1,2	2,4	1,2	2,1	2,0	1,6	2,1	1,8
Allemagne	0,3	1,7	0,6	1,8	0,8	0,4	1,2	1,2
France	1,2	2,6	1,0	2,0	1,6	1,4	1,9	1,5
Royaume-Uni	2,1	2,6	2,0	2,4	3,1	2,8	2,8	2,3
Italie	1,0	2,4	1,1	2,0	2,3	1,9	2,4	2,0
Etats-Unis	2,5	4,0	2,3	3,6	2,4	1,7	2,4	2,0
Japon	1,0	1,1	0,8	0,8	-0,9	-1,0	-0,6	-0,6
Suisse	0,6	1,9	0,6	1,7	0,7	0,3	0,7	0,9

1 Il s'agit d'une enquête mensuelle menée auprès de quelque 200 entreprises et instituts de recherches conjoncturelles d'une vingtaine de pays; elle porte sur l'évolution attendue du produit intérieur brut, des prix, des taux d'intérêt et d'autres variables.

Les résultats sont publiés par Consensus Economics Inc., Londres.

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

3 Prix à la consommation, variation en % par rapport à l'année précédente

4 Renchérissement dans l'UE: zone euro: indice harmonisé; Royaume-Uni: sans coûts hypothécaires

Sources: OCDE: Perspectives économiques (juin 2003); prévisions consensuelles: Survey de mai 2003

2 Situation monétaire

La politique monétaire expansionniste de la Banque nationale a eu de sensibles répercussions dans les mois de mars à mai. Après avoir fluctué généralement entre 1,45 et 1,48 franc pendant un an et demi, l'euro s'est raffermi pour atteindre près de 1,55 franc début juin. La croissance des agrégats monétaires M_1 à M_3 s'est accélérée, et de nouveaux records ont été enregistrés en avril. La stagnation des billets en circulation et des crédits à la clientèle suisse reflète toujours la faiblesse de la conjoncture.

2.1 Taux d'intérêt

Repli des taux d'intérêt à court terme

Le 6 mars 2003, la Banque nationale a abaissé la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 50 points de base, la ramenant à 0%–0,75%; depuis, elle vise un taux de 0,25%. A la suite de cette mesure, les taux d'intérêt à court terme se sont repliés en Suisse entre février et mai (voir graphique 2.1). En moyenne mensuelle, le Libor à trois mois s'établissait à 0,29% en mai, contre 0,59% en février. Alors que toutes les rémunérations à court terme (jusqu'à un an) étaient approximativement au même niveau à fin février, le taux des dépôts à douze mois dépassait, à fin mai, d'environ 10 points de base le Libor à trois mois. En moyenne des mois de février à mai, le rendement à l'émission des créances comptables à court terme sur la Confédération était inférieur de 17 points de base au Libor à trois mois.

Les taux d'intérêt européens à court terme ont eux aussi diminué entre février et mai; contrairement à ce qu'on observait pour le franc, la courbe des taux était toutefois inversée, ce qui reflétait des anticipations à la baisse des rémunérations. Bien que la banque centrale des Etats-Unis ait laissé son taux directeur inchangé, les taux à court terme se sont repliés sur le marché américain également; en mai, leur courbe s'est légèrement inversée.

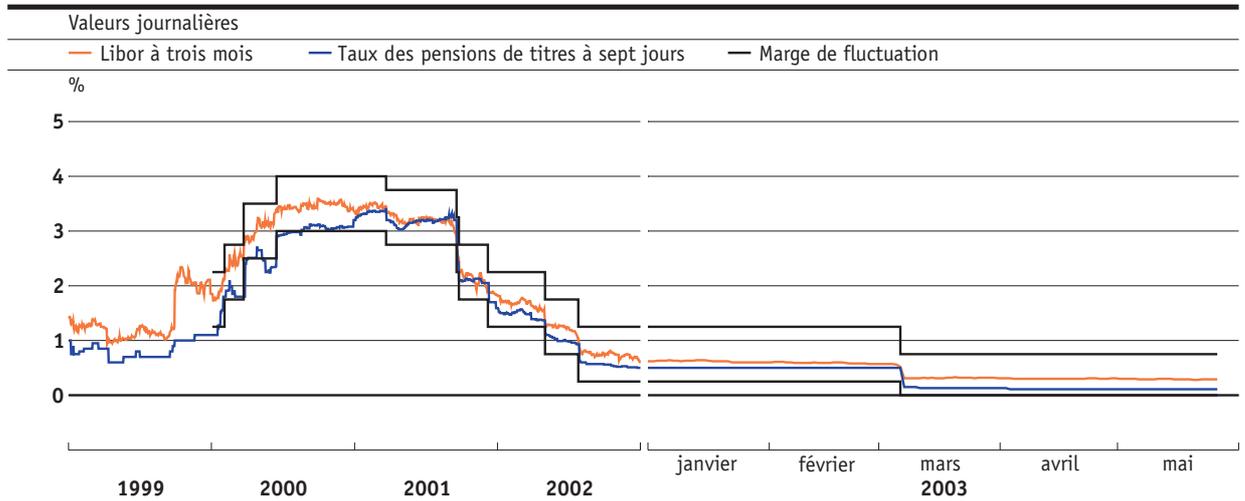
Entre fin février et fin mai, l'écart entre les Libor à trois mois pour le dollar et le franc s'est creusé, passant de 75 à 100 points de base; en revanche, il est resté inchangé, soit à environ 200 points de base, entre les Libor pour l'euro et le franc.

Rendements obligataires à leurs niveaux les plus bas

En mars, au début du conflit irakien, les rendements des emprunts d'Etat à long terme ont augmenté. En mai, ils se sont de nouveau fortement repliés. A fin mai, les rendements des emprunts d'Etat européens, américains et japonais étaient à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis de nombreuses années.

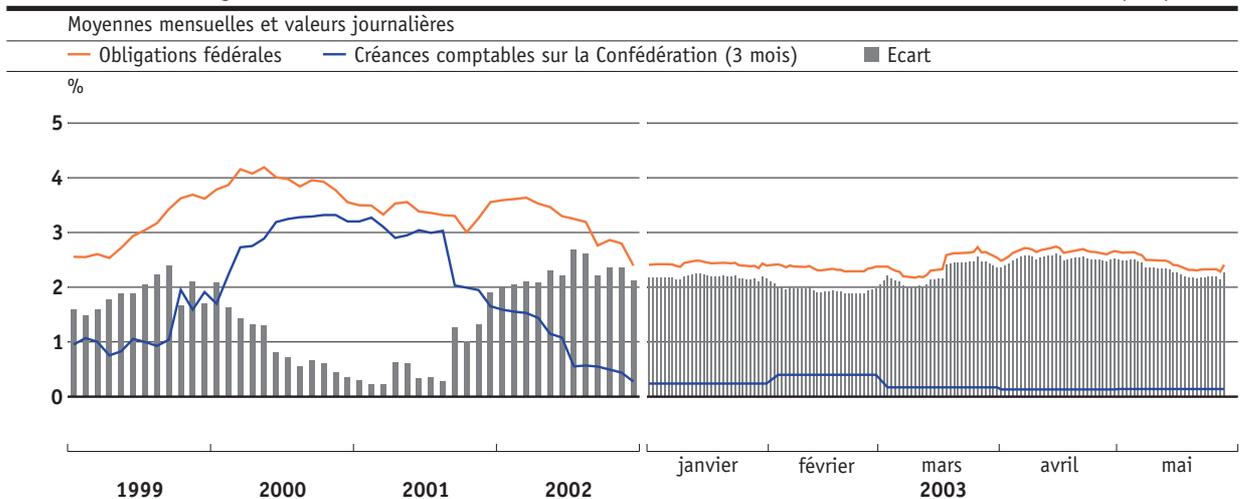
Le rendement d'une obligation de la Confédération avec une durée résiduelle de dix ans était, à fin mai, encore légèrement supérieur à son niveau le plus bas, soit à son niveau de début mars. Il s'établissait à 2,43% en moyenne du mois de mai, contre 2,34% en février. La prime de durée – écart entre le rendement d'une obligation fédérale à dix ans et celui d'une créance comptable à trois mois sur la Confédération – a augmenté, passant de 1,94 point en février à 2,29 points en mai.

Les écarts entre les rendements d'emprunts d'Etat étrangers et suisses ont évolué inégalement de février à mai. Ils ont diminué sensiblement entre emprunts américains et suisses, mais aussi entre emprunts européens et suisses. Par contre, l'écart entre emprunts suisses et japonais s'est encore creusé. En moyenne des mois de février à mai, les rendements suisses étaient inférieurs de 1,35 point à ceux des Etats-Unis et de 1,62 point à ceux de l'UE, mais supérieurs de 1,77 point à ceux du Japon.



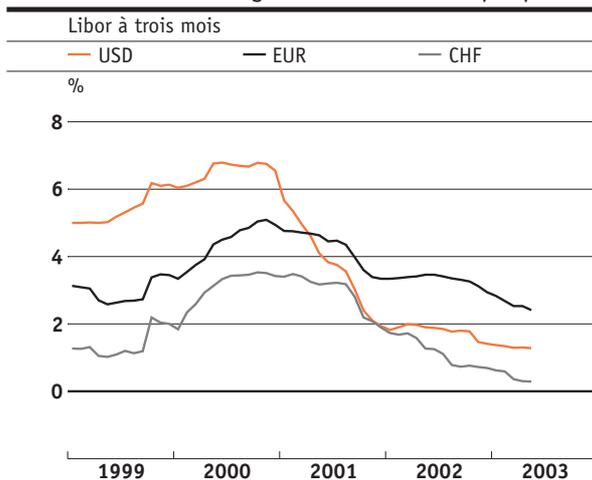
Rendement des obligations et structure des taux d'intérêt

Graphique 2.2



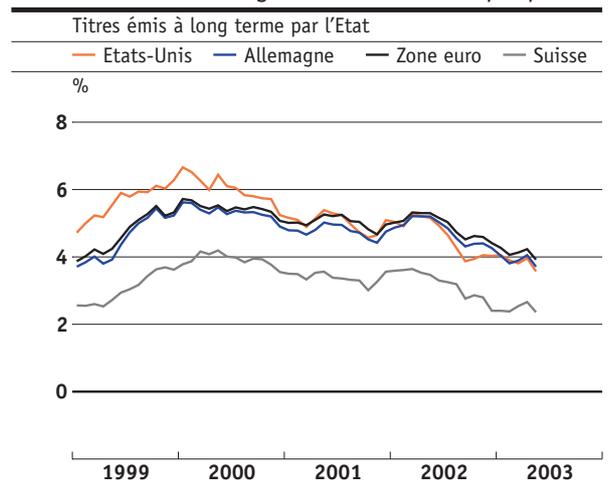
Taux d'intérêt à l'étranger

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: rendement moyen jusqu'à fin 2000, puis taux d'intérêt au comptant pour titres d'une durée de 10 ans. Créances comptables sur la Confédération: rendement 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 d'obligations fédérales; voir graphique 2.2. Source: BRI

Rémunérations en baisse sur les obligations de caisse, les fonds d'épargne et les hypothèques

Les taux d'intérêt appliqués aux obligations de caisse, aux dépôts d'épargne et aux hypothèques ont continué à se replier entre février et mai. La rémunération moyenne des obligations de caisse des grandes banques a diminué, passant de 1,74% en février à 1,43% en avril; en mai, elle a augmenté légèrement pour s'inscrire à 1,59%. En mai, le taux des anciennes hypothèques était de 3,49%, et celui des nouvelles hypothèques, de 3,27%. En février, ces taux s'élevaient encore respectivement à 3,76% et à 3,51%. La rémunération moyenne servie par les banques cantonales sur les fonds d'épargne a elle aussi poursuivi son mouvement de baisse, qui dure depuis le début de 1993. Elle s'établissait à 0,61% en mai, contre 0,82% en février.

Légère reprise des marchés des actions

L'éclatement de la guerre en Irak, à la mi-mars, a entraîné une sensible hausse des cours des actions, hausse qui, dans le cas de nombreux titres, a compensé les pertes subies depuis le début de l'année. A fin mai, la plupart des indices boursiers avaient à peu près retrouvé leur niveau de fin 2002. Les bourses américaines se sont redressées davantage que les autres: entre fin 2002 et fin mai 2003, l'indice S&P 500 a progressé de 8%, et le Nasdaq, de 18%.

2.2 Cours de change

Sensible affaiblissement du dollar

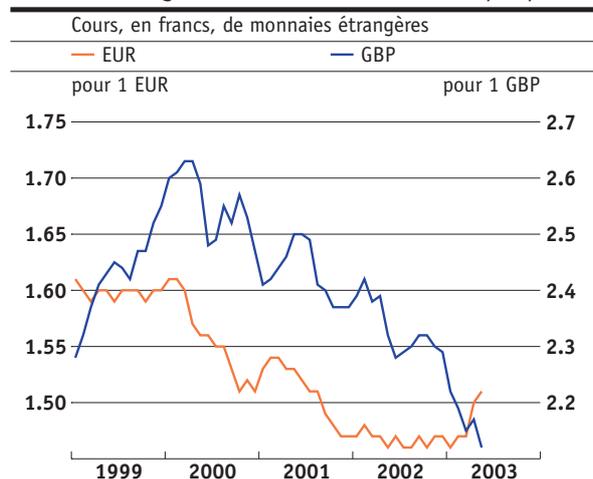
Le dollar a nettement faibli de mars à mai. Sa baisse a été particulièrement forte face à l'euro. A fin mai, l'euro s'échangeait à 1,18 dollar. Depuis février, la monnaie américaine a cédé 6,8% face à l'euro, 1,8% par rapport au yen et 0,8% vis-à-vis de la livre sterling. Le yen s'est déprécié par rapport à l'euro également (-4,3%); sa valeur extérieure, pondérée par les exportations, a cependant peu diminué entre février et mai.

Franc légèrement plus faible

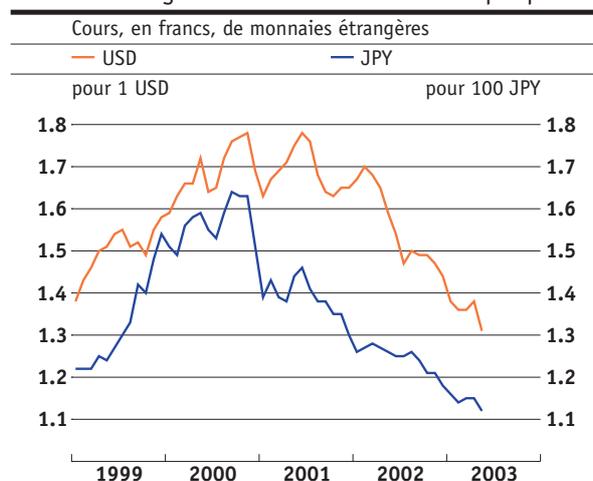
En données pondérées par les exportations, la valeur extérieure du franc s'est légèrement réduite entre février et mai. Le franc a fléchi surtout par rapport à l'euro; il s'est en revanche revalorisé face au dollar et au yen. Après avoir fluctué entre 1,45 et 1,48 franc pendant un an et demi, l'euro s'est raffermi en avril et valait 1,53 franc à fin mai. Dans une première phase, le dollar s'est redressé, passant de 1,35 à 1,40 franc entre février et avril; il a ensuite retrouvé sa tendance à la baisse de l'an dernier, ce qui l'a amené au-dessous de 1,30 franc à fin mai. Le yen est resté stable au début, puis a faibli dès le mois d'avril. Il fallait 1,10 franc pour 100 yens à fin mai. Ainsi, la phase de baisse qui caractérise le yen depuis 2001 a continué. La relation de change entre la livre sterling et le franc a suivi la même évolution. Depuis trois ans, la livre tend à faiblir par rapport au franc; elle valait 2,13 francs en mai, contre 2,19 en février.

Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, a diminué de 1% entre février et mai. Le franc a faibli surtout face aux monnaies des partenaires commerciaux européens (-2,4%); il a cependant augmenté de 3,3%, en termes réels, vis-à-vis des monnaies des partenaires commerciaux d'Amérique du Nord, mais aussi d'Asie.

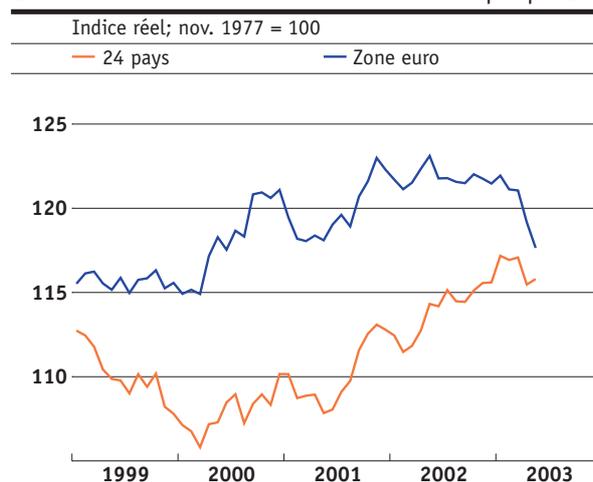
Cours de change Graphique 2.5



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

Croissance des avoirs en comptes de virements

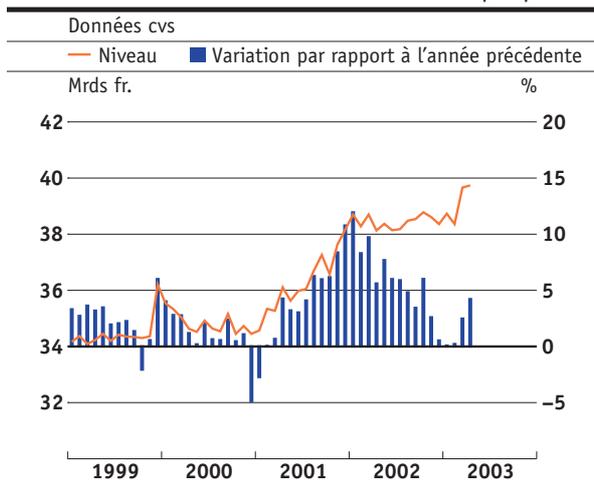
Après leur forte expansion avant l'introduction des billets et pièces en euros, les billets en circulation stagnent, en données corrigées des variations saisonnières, depuis janvier 2002. En revanche, les avoirs en comptes de virements dépassaient, au premier trimestre de 2003, de 9,1% leur niveau du trimestre précédent; ainsi, la monnaie centrale désaisonnalisée a enregistré une hausse de 3,5%, en taux annualisé, au premier trimestre. En avril, le léger repli des avoirs en comptes de virements a été plus que compensé par une progression des billets en circulation, et la monnaie centrale a continué à croître.

La stagnation des billets en circulation est due au recul des petites coupures (dix à cinquante francs) et des coupures moyennes (cent et deux cents francs). D'un trimestre à l'autre, le montant en circulation des petites coupures a diminué de 1,4%, en taux annualisé, et celui des coupures moyennes, de 1,9%. Seules les grosses coupures ont encore enregistré une croissance légère, soit de 0,8%.

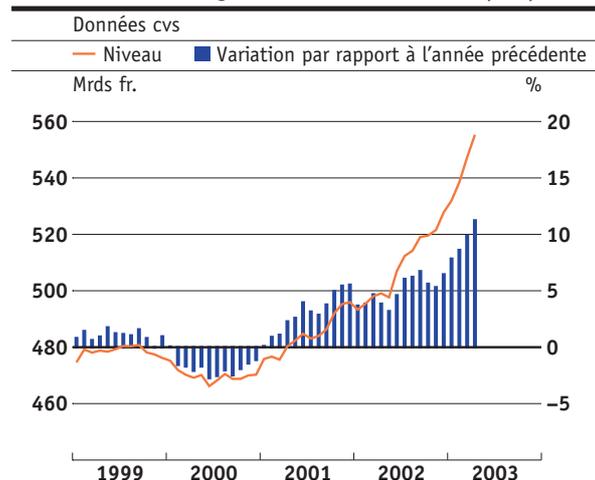
Agrégats au sens large en vive expansion

La croissance des agrégats monétaires M_1 , M_2 et M_3 s'est fortement accélérée au cours des quatre premiers mois de 2003. Cette évolution a découlé principalement de la vive expansion des dépôts à vue. Ceux-ci ont augmenté de 22 milliards de francs pendant le seul mois de mars et de 7 milliards en avril. Ils dépassaient ainsi, en avril, de 47,4% leur niveau du mois correspondant de l'année précédente. La très forte progression des dépôts à vue est due en grande partie à des transferts opérés au détriment des dépôts à terme. En avril, la masse monétaire M_1 s'est accrue de 27,5% en comparaison annuelle, et M_2 , de 22,2%. Malgré la diminution substantielle des dépôts à terme (-30,5% en comparaison annuelle toujours), la croissance de M_3 atteignait encore 11,2% en avril. Des taux d'expansion aussi élevés n'avaient plus été observés depuis les années 1978 à 1980. A cette époque toutefois, les dépôts à terme affichaient eux aussi des taux de croissance positifs.

Monnaie centrale Graphique 2.8



Masse monétaire M_3 Graphique 2.9



Source pour graphiques 2.8 et 2.9: BNS

Monnaie centrale

Tableau 2

	2001	2002	2002				2003			
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	mars	avril	mai
Billets en circulation ¹	33,0	35,1	35,9	34,9	34,4	35,4	35,7	35,3	35,6	35,5
Variation ²	4,7	6,3	10,8	7,3	5,2	2,4	-0,4	-0,3	1,6	1,4
Avoirs en comptes de virements ¹	3,3	3,3	3,1	3,3	3,3	3,4	3,6	4,5	4,0	4,3
Variation ²	0,2	0,4	0,1	-0,3	-1,6	3,6	18,4	32,7	28,0	32,0
MC ^{1,3}	36,3	38,4	39,0	38,1	37,8	38,8	39,4	39,9	39,7	39,7
MCD^{1,4}	36,3	38,4	38,6	38,2	38,4	38,6	38,9	39,7	39,7	39,9
Variation ²	4,1	6,0	10,0	6,4	4,7	3,0	0,9	2,5	4,2	4,1

Agrégats monétaires au sens large⁵

Tableau 3

	2001	2002 ^P	2002				2003			
			1er trim. ^P	2e trim. ^P	3e trim. ^P	4e trim. ^P	1er trim. ^P	mars ^P	avril ^P	mai ^P
Numéraire en circulation	5,1	5,1	10,5	6,8	3,6	0,1	-0,7	0,0	1,3	2,7
Dépôts à vue	-0,7	11,7	4,7	6,5	17,5	18,1	27,5	41,1	47,4	46,1
Comptes de transactions	1,6	8,5	8,1	8,3	9,7	8,0	9,5	10,2	12,3	13,5
M₁	1,0	9,6	6,8	7,2	12,5	11,6	16,6	23,5	27,5	27,6
Dépôts d'épargne	-6,1	9,9	3,8	8,7	12,8	14,6	15,3	15,1	15,7	15,4
M₂	-2,3	9,7	5,4	7,9	12,7	12,9	16,0	19,7	22,2	22,0
Dépôts à terme	26,9	-11,0	-0,6	-9,3	-14,4	-19,0	-18,5	-28,4	-30,5	-33,7
M₃	3,1	5,0	4,1	3,9	6,3	5,8	8,8	9,9	11,2	10,6

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

2 En % par rapport à l'année précédente

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

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

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

p Chiffres provisoires

2.4 Crédits et recours au marché des capitaux

Stagnation des crédits à la clientèle suisse

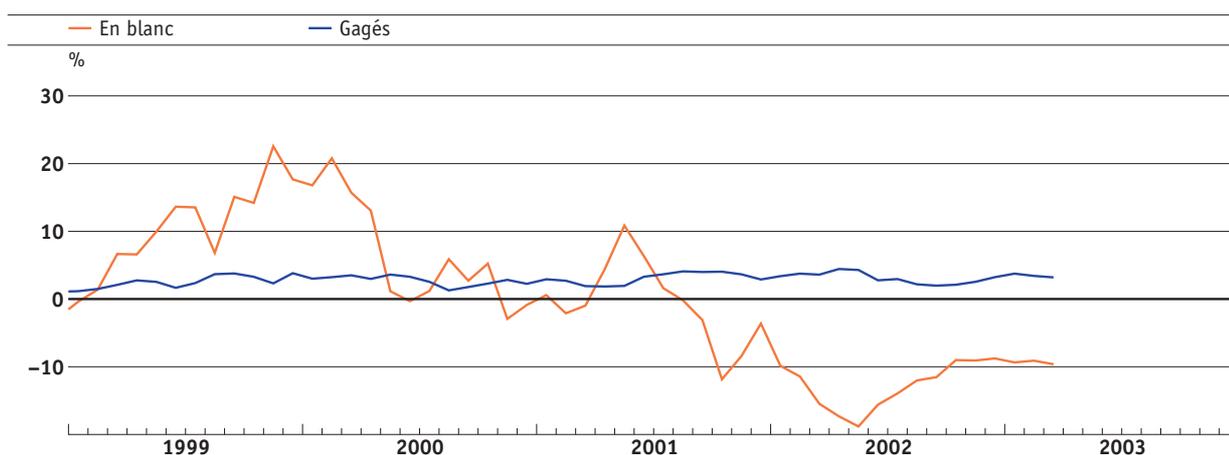
Les crédits à la clientèle suisse¹ portent sur tous les prêts que les banques accordent à des débiteurs domiciliés en Suisse ou dans la Principauté de Liechtenstein. Ils se composent des créances sur la clientèle – en blanc et gagées – ainsi que des créances hypothécaires. Du total des crédits à la clientèle suisse, 86% étaient gagés (soit des créances gagées sur la clientèle et des créances hypothécaires); du total gagé, la part des créances hypothécaires s'élevait à 91%.

A fin mars 2003, le total des crédits à la clientèle suisse était approximativement à son niveau de fin décembre 2002. D'un mois à l'autre, il a légèrement progressé en janvier (+0,6%), puis diminué tant en février (-0,1%) qu'en mars (-0,3%). Entre fin décembre et fin mars, les créances gagées sur la clientèle ont augmenté de 2,4%; cet accroissement – il s'agit du premier accroissement trimestriel depuis le premier trimestre de 2002 – s'explique par l'expansion de 7,7% que ces créances ont marquée entre fin décembre et fin janvier. Les créances en blanc sur la clientèle, qui s'étaient déjà repliées sur l'ensemble de l'année 2002, ont encore fléchi de 6% entre fin décembre et fin mars. La progression des créances gagées sur la clientèle n'a pas compensé le recul des créances en blanc; aussi le total des créances sur la clientèle a-t-il enregistré une nouvelle diminution trimestrielle (-2,9%). En revanche, les créances hypothécaires ont continué à croître légèrement; à fin mars, elles dépassaient d'environ 1% leur niveau de fin décembre.

La ventilation par catégories de banques montre que les grandes banques ont une nouvelle fois réduit leurs crédits à la clientèle suisse; le repli trimestriel (0,3%) a cependant été moins fort que les reculs observés pour les quatre trimestres de 2002. Les banques cantonales et les banques régionales ont légèrement augmenté leurs crédits à la clientèle suisse, au premier trimestre de 2003 comme le trimestre précédent. Ces prêts ont enregistré leur plus forte croissance trimestrielle dans les banques Raiffeisen (2,7%).

Taux annuels de variation des crédits gagés et en blanc

Graphique 2.10



1 En raison d'un changement, en décembre 2002, du périmètre de l'enquête pour les banques Raiffeisen, celles-ci ont été exclues de ce commentaire pour des raisons de comparabilité.

Vigoureuse expansion des émissions sur le marché obligataire suisse

Au premier trimestre de 2003, les emprunteurs étrangers ont levé 11,5 milliards de francs sur le marché obligataire suisse, soit un montant une fois encore supérieur à celui des émissions des débiteurs suisses (10,5 milliards de francs). Le prélèvement opéré par les débiteurs suisses a été cependant élevé du fait de la forte présence des collectivités publiques. La Confédération, les cantons et les communes ont émis des obligations pour près de 7 milliards de francs au total. Les remboursements d'emprunts suisses et étrangers ont eux aussi atteint des montants élevés. Le recours net au marché des capitaux par les émissions d'emprunts obligataires a été ainsi de 3,5 milliards de francs.

En outre, des actions ont été émises pour 1,3 milliard de francs au premier trimestre. Ce montant provient presque uniquement de l'augmentation de capital de la Banque Cantonale Vaudoise. Après déduction des remboursements, soit 0,8 milliard de francs provenant de réductions de capital-actions, le prélèvement net opéré sur le marché suisse des capitaux par les actions a porté sur à 0,5 milliard de francs.

Recours au marché des capitaux en milliards de francs

Tableau 4

	2001	2002	2002				2003
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Emprunts et actions, total							
Valeur d'émission ¹	73,4	77,3	24,0	20,5	13,6	19,3	23,2
Conversions/remboursements	60,4	60,5	13,7	9,4	19,7	17,7	19,2
Recours net	13,0	16,8	10,3	11,1	-6,1	1,5	4,0
Emprunts obligataires suisses							
Valeur d'émission ¹	27,0	26,2	8,0	9,2	5,5	3,4	10,5
Conversions/remboursements	21,1	22,5	6,9	4,0	5,5	6,0	8,9
Recours net	5,9	3,7	1,1	5,3	0,0	-2,6	1,5
Actions suisses							
Valeur d'émission ¹	12,3	7,4	1,5	0,2	0,7	5,1	1,3
Remboursements	7,3	9,1	0,8	0,9	6,6	0,8	0,8
Recours net	5,0	-1,7	0,7	-0,8	-5,9	4,3	0,5
Emprunts obligataires étrangers²							
Valeur d'émission ¹	34,0	43,7	14,4	11,1	7,4	10,8	11,5
Remboursements	32,0	28,9	5,9	4,4	7,6	11,0	9,5
Recours net ³	2,1	14,8	8,5	6,7	-0,2	-0,2	2,0

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

Recul du PIB réel au premier trimestre

Au premier trimestre de 2003, le produit intérieur brut réel de la Suisse a diminué par rapport au trimestre précédent, mais aussi par rapport à la période correspondante de 2002 (-0,6%). Le nouveau ralentissement de la conjoncture est dû principalement à la forte baisse des exportations de biens et de services, baisse qui s'explique par la faiblesse persistante de la conjoncture mondiale. La demande intérieure a marqué en revanche une évolution plus réjouissante. La consommation – privée et publique – a continué à progresser légèrement, et le recul des investissements s'est ralenti. Les stocks ayant eux aussi contribué à la croissance, la demande globale a quelque peu augmenté par rapport au quatrième trimestre de 2002, malgré le fléchissement des exportations. Néanmoins, le produit intérieur brut réel s'est réduit, tant d'un trimestre à l'autre qu'en comparaison annuelle, sous l'effet de la hausse beaucoup plus forte des importations.

L'estimation du produit intérieur brut pour le premier trimestre a donné lieu à une importante révision des taux de croissance publiés pour le second semestre de 2002. Selon les nouvelles données, un fort ralentissement a été enregistré au troisième trimestre déjà. Au quatrième trimestre, le produit intérieur brut réel a diminué par rapport à la période précédente, alors qu'une hausse de 1,4% avait été initialement annoncée. La forte correction à la baisse des exportations a joué un rôle prépondérant; de positive, la contribution nette du commerce extérieur est ainsi devenue négative.

Produit intérieur brut

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

Tableau 5

	2001	2002	2002				2003
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Consommation privée	1,1	0,5	0,9	0,4	0,5	0,2	0,4
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,4	0,3	0,0	0,4	0,5	0,4	0,3
Formation de capital fixe	-1,4	-1,6	-2,1	-1,6	-0,9	-1,9	-0,7
Constructions	-0,6	-0,2	0,0	0,2	-0,4	-0,4	-0,3
Biens d'équipement	-0,8	-1,5	-2,0	-1,8	-0,5	-1,5	-0,5
Demande intérieure finale	0,1	-0,8	-1,2	-0,8	0,1	-1,3	0,0
Stocks	0,7	-0,5	-0,8	1,0	-1,8	-0,3	1,6
Exportations, total	0,0	0,2	-1,5	-1,2	1,5	1,8	-1,5
Demande globale	0,7	-1,1	-3,5	-1,0	-0,2	0,1	0,0
Importations, total	0,1	1,2	-2,7	-0,6	-0,8	-0,7	0,6
PIB	0,9	0,1	-0,7	-0,4	0,6	0,8	-0,6

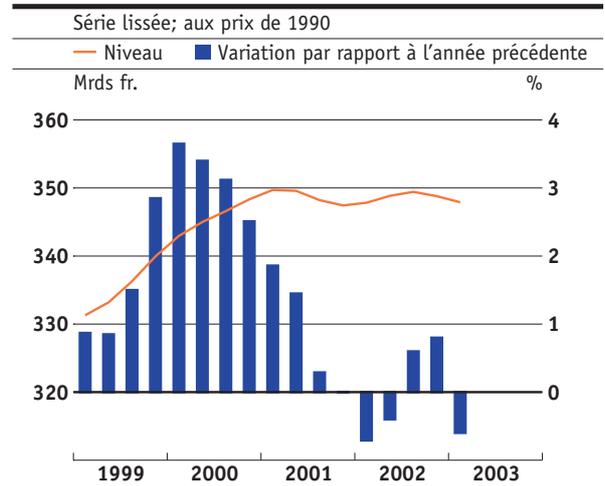
Sources: OFS et seco

Nouvel affaiblissement de la conjoncture dans l'industrie

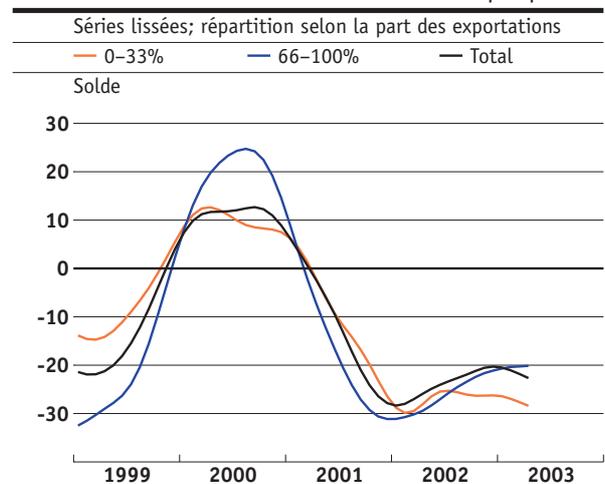
Dans l'industrie, la situation est restée morose au premier trimestre. Tant l'indicateur de la marche des affaires dans l'industrie, qui est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, que l'indice des directeurs d'achats (PMI) sont demeurés à des niveaux insatisfaisants. Les incertitudes liées au conflit irakien ont probablement encore aggravé la situation. L'embellie escomptée n'est cependant pas venue après la fin de la guerre. Aucun signe d'amélioration n'a été observé dans les entrées de commandes, jusqu'en mai, et les carnets de commandes se sont encore dégarnis. Malgré une nouvelle réduction de la production, les entreprises ont continué à estimer que leurs stocks de produits semi-finis et finis étaient trop élevés. Il faut s'attendre à une nouvelle compression des stocks si la demande reste faible.

Jusqu'en mai, les entreprises ont porté des jugements toujours plus pessimistes sur les perspectives. Tant les entreprises exportatrices que celles qui sont axées avant tout sur le marché intérieur prévoyaient une nouvelle baisse des commandes pendant les trois prochains mois.

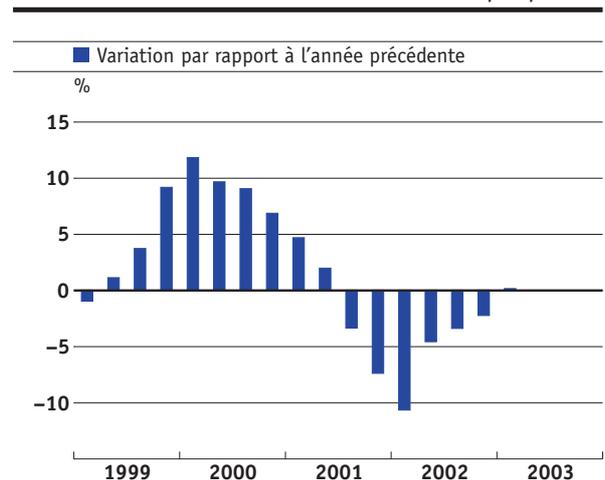
Produit intérieur brut Graphique 3.1



Marche 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

Du quatrième trimestre de 2002 au premier trimestre de 2003, les exportations de biens et de services ont diminué; en comparaison annuelle, elles ont reculé de 3,2%. Les exportations de services, qui représentent 20% du total, ont subi une baisse particulièrement forte. Au premier trimestre, elles ont fléchi de 11,8% par rapport à la période correspondante de l'année précédente, alors qu'elles avaient encore affiché une croissance proche de 5% au quatrième trimestre. Ce recul sensible est dû surtout à une forte contraction des commissions encaissées par les banques et à un repli des recettes tirées du tourisme.

Tandis que les exportations chutaient, les importations de biens et de services ont augmenté en comparaison annuelle (1,3%) pour la première fois depuis le troisième trimestre. Des importations croissantes annoncent tendanciellement une reprise de la conjoncture. Il faut donc considérer cette évolution comme positive même si – et cela a été le cas au

premier trimestre – il en a découlé une contraction temporaire du produit intérieur brut.

Exportations de biens en baisse

Selon la Direction générale des douanes, les exportations de biens ont fléchi du quatrième trimestre de 2002 au premier trimestre de 2003; par rapport à la période correspondante de l'année précédente, elles ont diminué de 0,3% en volume¹. De toutes les exportations, celles de biens de consommation ont enregistré la plus forte baisse; celle-ci est due principalement au recul substantiel des livraisons de produits pharmaceutiques. Du fait de la stagnation persistante des investissements, les ventes à l'étranger de biens d'équipement ainsi que de matières premières et produits semi-finis ont elles aussi régressé. Contrairement aux biens de consommation et d'équipement, les exportations de matières premières et produits semi-finis ont progressé légèrement en comparaison annuelle.

Exportations, selon l'utilisation des marchandises, en termes réels²

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 6

	2001	2002	2002				2003 1er trim.
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Total	2,9	1,8	-3,5	0,5	5,3	5,4	-0,3
Matières premières et produits semi-finis	-1,5	-0,4	-8,6	1,6	1,0	5,8	2,8
Biens d'équipement	-0,4	-4,4	-12,4	-5,7	-2,0	2,8	-0,7
Biens de consommation	9,4	8,5	8,2	4,9	14,6	7,3	-2,0
Valeurs moyennes à l'exportation	1,2	-2,7	-2,5	-0,5	-3,9	-4,3	0,4

Importations, selon l'utilisation des marchandises, en termes réels²

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 7

	2001	2002	2002				2003 1er trim.
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Total	1,1	-2,5	-6,1	-0,6	-1,3	-1,7	2,0
Matières premières et produits semi-finis	0,1	-2,5	-9,7	-2,6	0,5	2,8	4,0
Energie	7,9	-2,1	6,0	-0,8	-1,7	-11,1	-11,4
Biens d'équipement	-5,0	-6,2	-12,1	-7,9	-2,0	-2,3	0,6
Biens de consommation	5,8	0,0	-0,6	6,2	-2,0	-2,9	3,2
Valeurs moyennes à l'importation	0,1	-2,9	-3,1	-2,9	-3,5	-2,2	-1,2

1 Les exportations réelles de biens selon la Direction générale des douanes (total 1) correspondent aux exportations réelles de biens publiées par le seco, à l'exclusion des exportations d'énergie électrique et du sous-groupe «Autres produits divers».

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

Faible demande de l'UE

En valeur, les exportations de biens suisses vers l'UE ont continué à reculer d'un trimestre à l'autre. Elles ont néanmoins augmenté de 1,1% en comparaison annuelle. Les livraisons à l'Allemagne ont faiblement progressé, mais la France et le Royaume-Uni ont réduit leurs importations de biens suisses. En revanche, les exportations vers les pays d'Europe centrale ont poursuivi leur essor et enregistré une expansion de 6,3% par rapport au premier trimestre de 2002.

Fortes répercussions de la faiblesse du dollar

La faiblesse du dollar des Etats-Unis a eu de profondes répercussions; globalement, un quart environ du commerce extérieur de la Suisse est facturé en dollars. En valeur, les exportations vers les Etats-Unis ont diminué plus fortement d'un trimestre à l'autre, tout en progressant encore légèrement en comparaison annuelle (2,5%). Les livraisons à l'Asie ont elles aussi perdu beaucoup de leur vigueur; les ventes à la Chine et au Japon étaient cependant toujours supérieures de 37,1% pour les premières et de 4,9% pour les secondes aux chiffres observés un an auparavant. Quant aux exportations vers les pays de l'OPEP, elles ont chuté de 17% en comparaison annuelle.

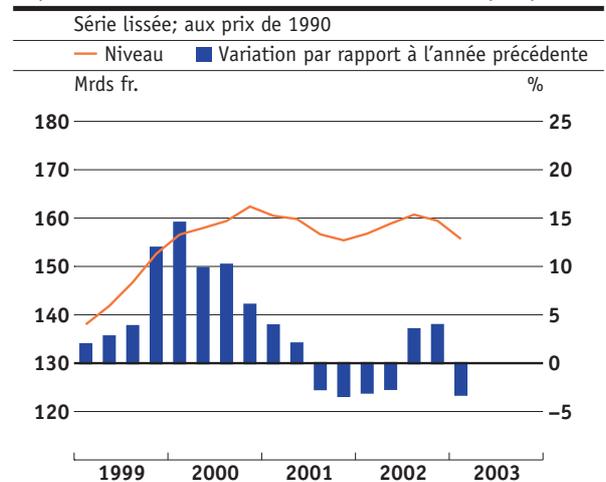
Exportations peu soutenues en avril et en mai

En moyenne des mois d'avril et de mai, les exportations ont diminué de 0,7%, en volume, par rapport à la période correspondante de 2002. Etant donné le repli, observé jusqu'en mai, des entrées de commandes dans l'industrie d'exportation, il faut s'attendre à ce que les ventes à l'étranger restent peu soutenues.

Légère reprise des importations de biens

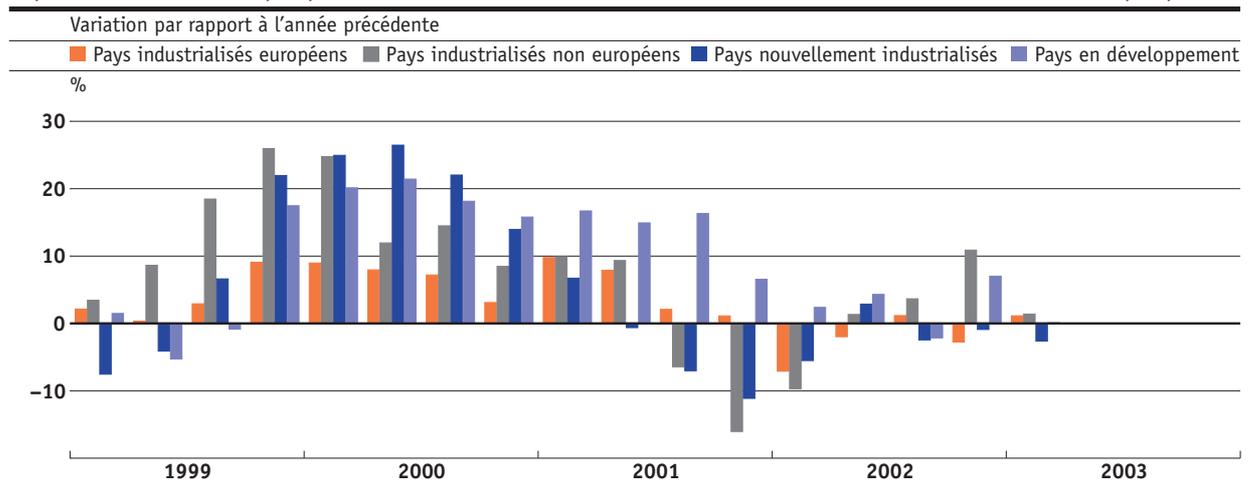
A la suite de leur vigoureux accroissement pendant les deux premiers mois de cette année, les importations de biens ont augmenté légèrement, en volume, entre le quatrième trimestre de 2002 et le premier trimestre de 2003³. Elles étaient supérieures de 2% au niveau observé un an auparavant, alors qu'elles avaient encore marqué un recul de 1,7% au quatrième trimestre. D'un trimestre à l'autre, la croissance des importations de matières premières et produits semi-finis ainsi que de biens de consommation s'est accélérée, tandis que le recul des achats à l'étranger de biens d'équipement et de produits énergétiques a faibli. Pour la première fois depuis près de deux ans, les importations de biens d'équipement dépassaient le niveau observé un an auparavant. En avril et en mai, la reprise

Exportations Graphique 3.4



Exportations, ventilées par partenaires commerciaux

Graphique 3.5



Graphique 3.4: Estimations trimestrielles, annualisées; sans les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (total 1). 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

3 Les importations réelles de biens selon la Direction générale des douanes (total 1) correspondent aux importations réelles de biens publiées par le seco, à l'exclusion des importations d'énergie électrique et du sous-groupe «Autres produits divers».

des importations ne s'est pas poursuivie. En moyenne de ces deux mois, elles ont fléchi de 7,4%, en volume, par rapport à la période correspondante de 2002.

Hausse des prix à l'exportation – Baisse des prix à l'importation

Mesurés aux valeurs moyennes établies par la Direction générale des douanes, les prix à l'exportation ont, au premier trimestre, augmenté de 0,4% par rapport à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente; il s'agit de la première hausse observée depuis plus d'un an. L'indice des prix à la production des biens destinés à l'exportation, que calcule l'Office fédéral de la statistique, s'est quant à lui stabilisé après avoir diminué pendant les quatre trimestres précédents. Cette hausse des prix reflète en partie l'affaiblissement du franc vis-à-vis de l'euro et a probablement entraîné une amélioration des marges, la première depuis longtemps. En revanche, la baisse des prix à l'importation, qui dure depuis près de deux ans, a continué en comparaison annuelle (-1,2%). La revalorisation du franc par rapport au dollar a joué un rôle important du côté des importations. Les termes de l'échange, soit le rapport entre les valeurs moyennes à l'exportation et à l'importation, se sont donc améliorés de 1,6% par rapport au premier trimestre de 2002.

Excédent moins élevé de la balance des transactions courantes

Comparées à la même période de 2002, les exportations et les importations de biens n'ont augmenté que faiblement, en valeur, au premier trimestre. Les importations se sont accrues de 1,2%, et

les exportations ont stagné (+0,2%; commerce spécial en données non corrigées du nombre de jours ouvrables). Aussi la balance commerciale a-t-elle dégagé un excédent de 0,6 milliard de francs, contre 0,9 milliard un an auparavant. Les échanges de marchandises (y compris l'énergie électrique ainsi que les métaux précieux, pierres gemmes, etc.) se sont cependant soldés par un déficit de 0,3 milliard de francs.

Par rapport au premier trimestre de 2002, le solde actif de la balance des services a diminué de 0,3 milliard de francs pour s'établir à 7,4 milliards. Ce recul est dû surtout au repli des recettes tirées du tourisme et à la baisse massive des commissions encaissées par les banques. L'excédent des revenus de facteurs – travail et capital – a fléchi, passant de 6 milliards à 4,9 milliards de francs du fait des recettes nettes moins élevées au titre tant des investissements directs que des investissements de portefeuille. Il en est résulté un excédent de la balance des transactions courantes de 10,4 milliards de francs au premier trimestre de 2003, contre 11,6 milliards un an auparavant. L'excédent représente 10,3% du produit intérieur brut nominal, contre 11,6% au premier trimestre de 2002.

Balance des transactions courantes soldes en milliards de francs

Tableau 8

	2001 ¹	2002 ²	2002 ²				2003 ² 1er trim.
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	
Biens	-4,6	4,5	0,1	0,6	1,9	1,9	-0,3
Commerce spécial	1,7	7,3	0,9	1,4	1,9	3,1	0,6
Services	24,2	24,9	7,7	5,1	6,2	5,9	7,4
Tourisme	2,0	1,1	1,3	-0,3	0,1	0,1	1,1
Revenus du travail et de capitaux	25,2	26,7	6,0	6,7	7,8	6,2	4,9
Revenus de capitaux	33,8	35,9	8,2	9,0	10,1	8,6	7,3
Transferts courants	-6,9	-6,6	-2,2	-1,5	-1,5	-1,4	-1,6
Total de la balance	37,9	49,6	11,6	11,0	14,4	12,6	10,4

1 Chiffres provisoires

2 Estimations

3.3 Investissements

Le mouvement de baisse des investissements, très fort pendant deux ans, s'est ralenti. D'un trimestre à l'autre, les investissements en constructions ont légèrement progressé, tandis que les investissements en biens d'équipement ont continué à fléchir, mais moins fortement qu'aux périodes précédentes. En comparaison annuelle toutefois, les investissements ont encore reculé de 3,5% en termes réels, après 7,6% au quatrième trimestre de 2002.

Légère progression des investissements en constructions

Malgré leur légère croissance d'un trimestre à l'autre, les investissements en constructions étaient toujours inférieurs de près de 3% au niveau observé un an auparavant. L'activité a connu une évolution positive dans le secteur du logement en particulier, puisqu'elle a – mesurée au nombre de logements en construction – crû fortement. En comparaison annuelle, elle a par contre diminué légèrement dans le génie civil et sensiblement dans la construction d'immeubles commerciaux, selon l'enquête menée par la Société Suisse des Entrepreneurs.

Amélioration des perspectives pour la construction de logements

Il faut s'attendre à ce que la conjoncture reste globalement morose dans la construction, ces prochains trimestres, les tendances négatives et positives devant à peu près s'équilibrer. La construction de logements, qui représente 40% de l'ensemble des investissements en constructions, semble avoir franchi le creux de la vague. Le nombre de logements dont la construction a été autorisée a de nouveau augmenté sensiblement au premier trimestre. En

outre, les prix publiés par le bureau Wüest & Partner indiquent que la demande est toujours forte pour les locaux à usage d'habitation. Les coûts de la construction, en diminution, et les taux hypothécaires, historiquement bas, devraient soutenir la reprise de l'activité dans le secteur du logement. Par contre, les mesures d'économies des communes et des cantons affectent quelque peu le génie civil. A la suite de la baisse de l'emploi et du nombre élevé de surfaces vacantes, le secteur des immeubles commerciaux devrait quant à lui subir une sensible contraction jusqu'à la fin de l'année.

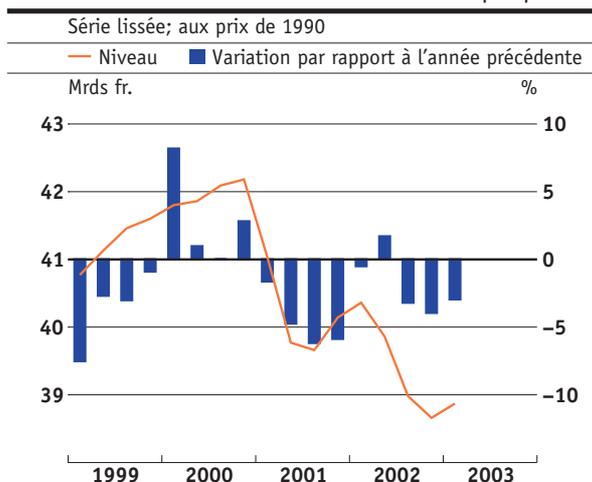
Ralentissement de la tendance à la baisse des investissements en biens d'équipement

Les investissements en biens d'équipement, en fort recul depuis deux ans, ont continué à diminuer au premier trimestre, mais leur tendance à la baisse a faibli nettement. En comparaison annuelle, ils se sont réduits de 4%, après 10,5% au quatrième trimestre de 2002. En outre, les importations de biens d'équipement dépassaient légèrement leur niveau des trois premiers mois de 2002. Selon l'enquête de Swissmem – l'organisation faitière de l'industrie suisse des machines, des équipements électriques et des métaux –, les ventes des producteurs suisses de biens d'équipement sur le marché intérieur ont régressé une fois encore au premier trimestre; en comparaison trimestrielle cependant, elles se sont stabilisées.

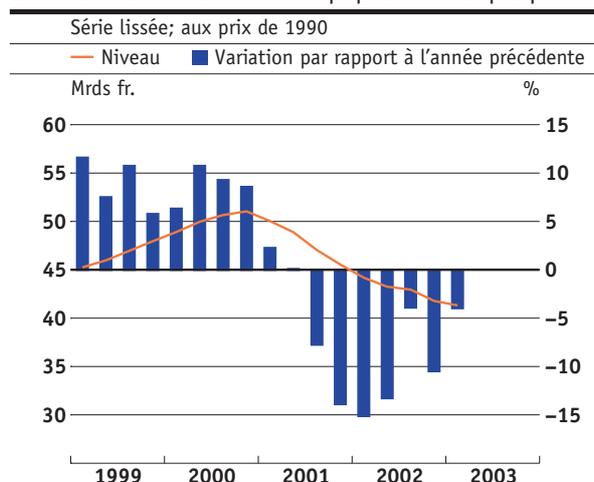
Pas de reprise avant le second semestre

Etant donné la faiblesse persistante de la demande en Suisse et à l'étranger, il ne faut pas compter sur un retournement de la tendance des investissements en biens d'équipement au deuxième trimestre. Les signes de reprise se sont toutefois

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

multipliés. Lors de l'enquête de Swissmem, l'industrie suisse des biens d'équipement a annoncé une légère progression – la première depuis l'été de 2000 – des commandes de la clientèle suisse au premier trimestre. Si la conjoncture mondiale s'améliore au second semestre, la marche des affaires devrait se redresser dans l'industrie, et le taux d'utilisation des capacités de production repartira alors à la hausse. L'expérience montre que, dans un tel environnement, les investissements augmentent rapidement. Le bas niveau des taux d'intérêt et le besoin croissant de remplacement d'équipements devraient apporter un soutien supplémentaire à cette reprise.

3.4 Consommation

Faible croissance de la consommation privée

Au premier trimestre, la consommation privée a progressé légèrement par rapport à la période précédente et dépassait de 0,7% son niveau des trois premiers mois de 2002. L'accroissement du revenu disponible des ménages – pour 2003, il est estimé à 1,5% en termes réels – a continué à soutenir la consommation.

Les dépenses pour l'alimentation, la santé et le logement ont encore augmenté, mais les ménages ont mis un frein à leurs achats de biens de luxe et de biens durables. Au premier trimestre, les chiffres d'affaires du commerce de détail étaient inférieurs de 3,5%, en termes réels, à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente; ils avaient fléchi de 1,6% au quatrième trimestre de 2002. Les ventes de véhicules à moteur ont enregistré un recul particulièrement fort. Cette évolution se reflète notamment dans le nombre des nouvelles immatriculations de voitures de tourisme, nombre qui a chuté, en comparaison annuelle, de 13,6% au premier trimestre. Dans le domaine du tourisme, la demande de la clientèle suisse est restée en revanche relativement robuste. Au premier trimestre, le nombre des nuitées des hôtes suisses n'était que légèrement inférieur au niveau observé un an auparavant; en moyenne des mois de mars et d'avril, il a progressé de 1,3% en comparaison annuelle.

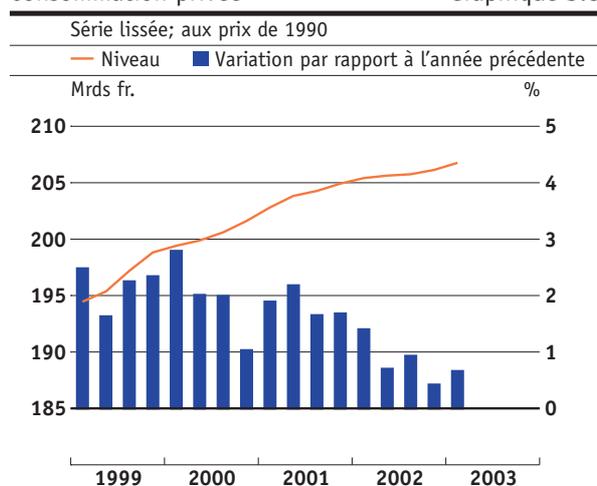
Croissance toujours faible de la consommation

L'augmentation du revenu réel disponible des ménages continuera sans doute à soutenir la consommation au cours des prochains mois. Comme jusque-là, celle-ci devrait cependant croître plus lentement que le revenu disponible des ménages, ce qui s'explique par la faiblesse persistante de la conjoncture.

L'attitude plutôt réservée des consommateurs s'est reflétée dans l'indice du climat de consommation; en avril, cet indice était de nouveau très proche de son niveau d'octobre 2002. Par rapport au trimestre précédent, les ménages ont porté des jugements plus pessimistes sur les perspectives économiques et financières pour les douze prochains mois et estimé le moment encore moins propice à des acquisitions d'une certaine importance. En outre, leur appréciation de la sécurité de l'emploi était plus pessimiste qu'en début d'année.

Les perspectives mitigées du côté de la consommation privée se sont reflétées également dans les enquêtes menées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. Le commerce de détail considérait que la marche des affaires était insatisfaisante jusqu'en avril et tablait, pour les mois à venir, sur des chiffres d'affaires inchangés ou en baisse. L'hôtellerie est elle aussi restée pessimiste. La part des établissements s'attendant à une diminution de la demande de la clientèle suisse a augmenté quelque peu.

Consommation privée Graphique 3.8



Estimations trimestrielles, annualisées.
Source: seco

3.5 Utilisation des capacités de production

L'évolution de la demande globale et celle des capacités de production disponibles fournissent d'importantes informations sur la situation de la conjoncture et les risques en matière de prix. Deux indicateurs retiennent tout particulièrement l'attention: le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie et l'écart de production dans l'ensemble de l'économie (voir graphique 3.9). Ces deux indicateurs montrent que, dans le secteur de la production, des capacités excédentaires considérables subsistaient au début de 2003.

Utilisation inférieure à la moyenne des capacités de production dans l'industrie

Le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie est établi chaque trimestre par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. Au premier trimestre, ce taux est resté inchangé à 81%, soit à un niveau nettement inférieur à la moyenne à long terme, laquelle est de 84%. Il ressort également de l'enquête que les capacités techniques n'ont pas varié au premier trimestre. Pour plus de la moitié des entreprises, la demande insuffisante constituait le principal frein à la production.

Accroissement de l'écart de production

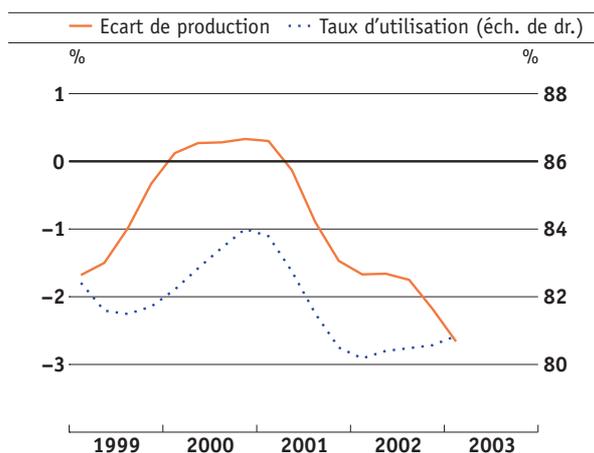
La production potentielle correspond au niveau de production qui peut être atteint, avec une utilisation normale des facteurs de production disponibles, sans déclencher à moyen terme les effets poussant les prix à la hausse. L'écart de production représente la différence entre la production telle qu'elle est observée (mesurée au produit intérieur brut réel) et la production potentielle. La demande ayant faibli, l'écart de production s'est accru, passant à -2,7% au premier trimestre. Un écart négatif signale une utilisation insuffisante des facteurs de production et un écart positif, une utilisation excessive.

3.6 Perspectives conjoncturelles

Selon les indicateurs disponibles, l'apathie de la conjoncture devrait durer jusqu'au milieu de 2003; il faut donc s'attendre, pour le deuxième trimestre, à une évolution toujours insatisfaisante du produit intérieur brut réel. La Banque nationale part de l'hypothèse que l'économie suisse retrouvera une croissance modérée dans le sillage de la lente reprise qui se dessine sur le plan international. Compte tenu du premier semestre, très médiocre, elle a revu à la baisse sa prévision pour 2003 et escompte une stagnation en moyenne annuelle.

L'évolution décevante de l'économie au premier trimestre a incité la Confédération, mais aussi la plupart des centres de recherches conjoncturelles et des banques à réduire leurs pronostics pour 2003. Ainsi, le seco et le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ tablent sur une croissance zéro.

Utilisation des capacités de production Graphique 3.9



Sources: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ; BNS

4 Marché du travail

4.1 Emploi

Nouvelle diminution de l'emploi

Sur le marché du travail, la situation s'est encore dégradée dans les premiers mois de 2003. Au premier trimestre, le nombre des personnes occupées a diminué de 0,6% par rapport au trimestre précédent et de 1,1% en comparaison annuelle. Le nombre des personnes travaillant à plein temps a fléchi en un an de 0,8%, et celui des personnes ayant un taux d'occupation inférieur à 50%, de 1,6%. En revanche, les personnes ayant un emploi entre 50% et 89% du temps normal de travail ont progressé de 1,4%.

L'emploi a diminué dans les trois secteurs. D'un trimestre à l'autre, il a reculé de 1% dans l'industrie, de 1,5% dans la construction et de 0,4% dans les services. Tant au quatrième trimestre de 2002 qu'au premier trimestre de 2003, de légers replis ont été observés, en un an également, dans les services. Les suppressions d'emplois ont été particulièrement nombreuses dans les banques et les assurances ainsi que dans le commerce de détail.

Aucune amélioration rapide du côté de l'emploi

Selon les perspectives d'emploi publiées par l'OFS et l'évolution du nombre des places vacantes, l'emploi continuera à régresser ces prochains mois. L'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux, a marqué un fléchissement en mars. La même tendance ressort de l'indice jobpilot qui recense les emplois proposés sur Internet. Le nombre des places vacantes signalées aux offices régionaux de placement a lui aussi diminué en avril, après s'être stabilisé au premier trimestre.

Marché du travail données brutes

Tableau 9

	2001	2002	2002				2003		
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	avril	mai
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	1,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,8	-1,1	-	-
Personnes occupées à plein temps ¹	0,7	-1,3	-1,0	-1,3	-1,3	-1,6	-1,9	-	-
Taux de chômage ²	1,9	2,8	2,6	2,5	2,6	3,3	3,9	3,9	3,6
Chômeurs ³	67,2	100,5	93,5	91,2	97,1	120,2	140,9	141,6	140,6
Demandeurs d'emploi ³	109,4	149,6	139,8	139,7	146,3	172,6	196,6	200,6	201,1
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	2,4	9,1	13,6	11,6	4,4	6,8	10,6	10,4	-
Places vacantes annoncées ¹	-18,1	-40,4	-38,0	-46,3	-39,5	-35,9	-39,5	-	-

1 Variation en % par rapport à l'année précédente

2 Jusqu'en avril 2003: chômeurs enregistrés, en % de la population active selon le recensement de 1990 (3 621 716 personnes actives); à partir de mai 2003: chômeurs enregistrés, en % de la

population active selon le recensement de 2000 (3 946 988 personnes actives)

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

Sources: seco et OFS

4.2 Chômage

Nouvel accroissement du chômage

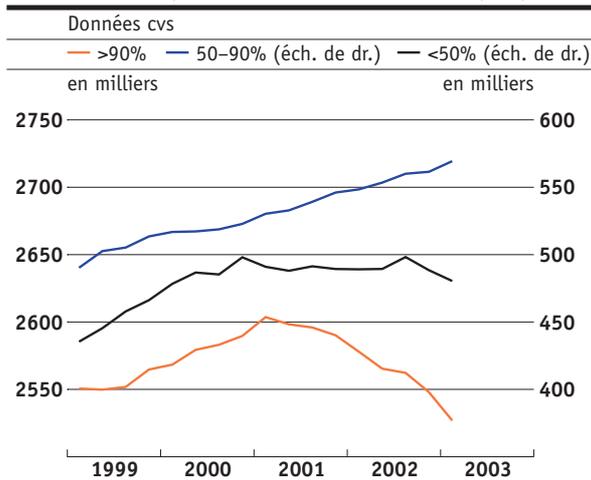
Le chômage a encore augmenté au cours des quatre premiers mois de l'année. En avril, on comptait 140 400 chômeurs et 183 700 demandeurs d'emploi; en données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage s'inscrivait à 3,9%, et la part des demandeurs d'emploi à la population active atteignait 5,5%.

La part des personnes sans travail depuis plus d'une année s'est accrue, tout comme la durée moyenne du chômage. Depuis une année, les chômeurs arrivant en fin de droit ont tendance à augmenter. Selon la loi révisée sur l'assurance-chômage, qui entrera en vigueur le 1^{er} juillet prochain, la durée du droit à des indemnités de chômage passera de 520 jours à 400 jours. Aussi le nombre des personnes en fin de droit croîtra-t-il sans doute encore plus rapidement à partir du mois de juillet.

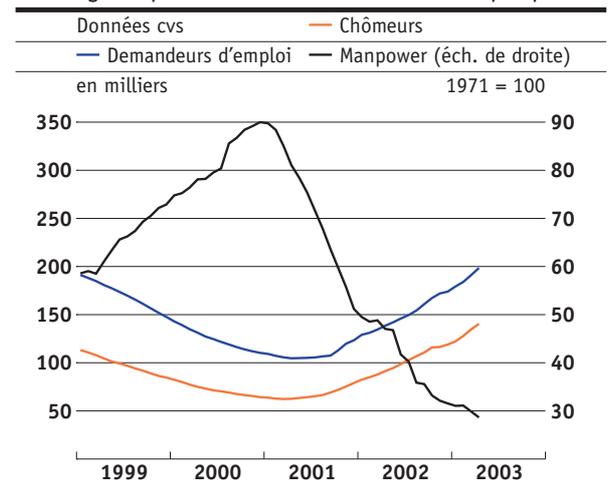
Les disparités régionales se sont atténuées dans le sillage de la recrudescence du chômage. La Suisse alémanique est la région qui a subi la plus forte hausse du taux de chômage, mais son taux, en avril, était toujours inférieur à la moyenne nationale. Il a augmenté dans une mesure un peu plus faible au Tessin (4,4%) et en Suisse romande (4,8%).

En mai, le taux de chômage a diminué de 0,2 point pour s'établir à 3,7%. Quant au taux des demandeurs d'emploi, il a baissé de 0,3 point, passant à 5,2%. Le repli du taux de chômage s'explique par une modification apportée à la base de calcul. Depuis mai, le nombre des chômeurs est mis en rapport avec le nombre des personnes actives, tel qu'il ressort du recensement de la population de 2000; jusqu'en avril, le recensement de la population de 1990, avec un nombre de personnes actives moins élevé, servait de base. Entre ces deux recensements, la population active a augmenté de 9%.

Personnes occupées Graphique 4.1



Chômage et places vacantes Graphique 4.2



Source pour graphiques 4.1 et 4.2: OFS

4.3 Salaires en 2003

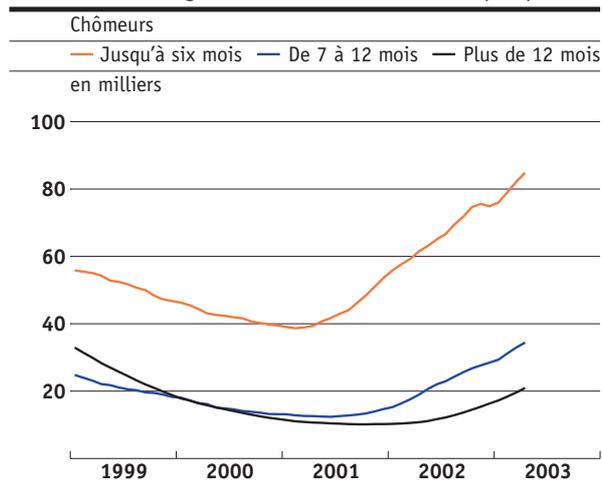
Croissance plus faible des salaires réels – Baisse des coûts unitaires du travail

Selon l'indice des salaires que l'OFS publie chaque trimestre, les salaires nominaux ont progressé en moyenne de 1,8% en 2002. Ainsi, les salaires réels ont augmenté de 1,1%. La hausse des salaires s'est ralentie par rapport à 2001, mais elle était toujours supérieure à la moyenne des dix dernières années. Etant donné la détérioration de la situation sur le marché du travail, il est probable que les salaires croissent moins rapidement en 2003. Selon l'enquête menée par l'UBS, la hausse des salaires nominaux sera de 1,3% en moyenne, et celle des salaires réels, de 0,6%. La progression des salaires sera donc vraisemblablement inférieure à l'augmentation de la productivité, de sorte que les coûts unitaires du travail devraient baisser. Dans ces circonstances, la situation financière des entreprises devrait s'améliorer, de même que les conditions préables à une reprise de la conjoncture.

4.4 Libre circulation des personnes entre l'UE et la Suisse

Les sept accords bilatéraux conclus entre la Suisse et l'UE sont entrés en vigueur le 1^{er} juin 2002; l'un de ces accords porte sur la libre circulation des personnes. Il permet aux ressortissants de l'UE de s'établir en Suisse et d'y exercer une activité lucrative, les ressortissants suisses ayant les mêmes droits dans les pays de l'UE. L'accord prévoit pour notre pays une période transitoire de cinq ans pendant laquelle l'accès au marché suisse du travail est réglé au moyen de contingents. Jusqu'ici, la demande de permis de séjour de longue durée a augmenté beaucoup plus fortement que celle de permis de séjour de courte durée. En comparaison annuelle, le nombre des travailleurs étrangers a diminué au premier trimestre de 2003, après avoir progressé jusqu'à la fin de 2002.

Durée du chômage Graphique 4.3



Source: OFS

5 Prix

5.1 Prix à la consommation

La conjoncture morose a influé également sur l'évolution des prix à la consommation. Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement annuel s'est replié, passant de 0,9% en février à 0,4% en mai. Les pressions à la hausse sur les prix des biens d'origine suisse ont une fois encore faibli légèrement, et les impulsions venant des biens de consommation importés ont elles aussi diminué.

Nouveau repli du renchérissement intérieur

En mai, le renchérissement annuel des marchandises et services d'origine suisse s'établissait à 0,8%, soit à son niveau le plus bas depuis octobre 2000. Dans les services, qui constituent environ les trois quarts du panier des biens suisses, la hausse des prix en un an a faibli, passant de 1,2% en février à 0,9% en mai. Du côté des services privés (sans les loyers), elle était de 1% en mai, contre 1,5% en février. Les loyers sont restés stables en mai, de sorte que le renchérissement annuel a baissé dans ce domaine pour s'établir à 0,1%; un taux aussi bas n'avait plus été observé depuis décembre 1998. Dans les services publics, la hausse des prix en un an était de 2,1% en mai, après 2,4% en février. Le renchérissement annuel s'est par contre accru du côté des marchandises d'origine suisse, passant de 0,1% à 0,6%. Cette évolution est due en particulier à certains produits alimentaires tels que la viande et les légumes.

Biens étrangers: retour à des taux de renchérissement négatifs

Du côté des biens étrangers, le renchérissement annuel est devenu négatif en avril, après avoir été positif entre novembre 2002 et mars 2003. En mai, les prix des biens étrangers étaient inférieurs de 0,7% à leur niveau du même mois de 2002. L'évolution des prix des produits pétroliers (carburants et mazout) a joué un rôle déterminant. Après une hausse en mars, ces prix ont baissé en avril et en mai, de sorte que l'indice des prix des produits pétroliers était, en mai, inférieur de 3% au niveau observé un an auparavant. Quant aux autres biens importés, ils ont engendré des impulsions négatives sur le renchérissement entre février et mai. En mai, leurs prix étaient en repli de 0,4% en comparaison annuelle.

Indice suisse des prix à la consommation

Variation en %

Tableau 10

	2002		2002		2003				
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	février	mars	avril	mai
IPC, indice général	0,6	0,3	1,0	1,0	0,9	1,3	0,7	0,4	
Marchandises et services du pays	1,4	1,3	1,2	1,0	1,0	1,1	0,9	0,8	
Marchandises	1,1	0,7	0,6	0,1	0,1	0,5	0,5	0,6	
Services	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,0	0,9	
Services privés, sans loyers	1,9	1,8	1,9	1,6	1,5	1,6	1,2	1,0	
Loyers	1,0	0,9	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,1	
Services publics	1,5	1,6	1,3	2,4	2,4	2,4	2,2	2,1	
Marchandises et services de l'étranger	-1,7	-2,6	0,5	1,2	1,0	2,2	-0,1	-0,7	
Sans produits pétroliers	-0,8	-1,7	0,5	-0,4	-0,5	-0,1	-0,4	-0,4	
Produits pétroliers	-6,8	-7,6	0,2	11,7	10,0	16,7	1,9	-3,0	

Sources: OFS et BNS

5.2 Inflation sous-jacente

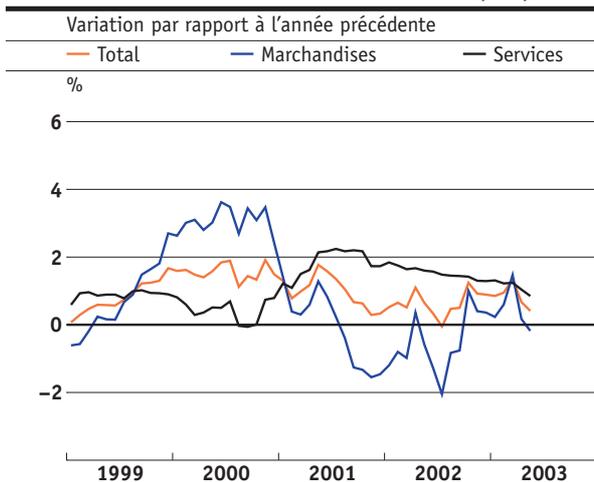
Léger ralentissement de l'inflation sous-jacente calculée par la BNS

Le renchérissement, mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, subit les effets à court terme de nombreux facteurs qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale des prix. C'est pourquoi la Banque nationale calcule un taux d'inflation sous-jacente. Celui-ci exclut du panier-type les biens dont les prix, dans chaque période, ont augmenté le plus (15% du total des biens) et le moins (15% également) en comparaison annuelle. Entre février et mai, le taux d'inflation sous-jacente a baissé de 0,2 point pour s'établir à 0,6%, son niveau le plus bas depuis février 1999. Les facteurs poussant les prix soit à la baisse, soit à la hausse se sont compensés approximativement, de sorte que l'inflation sous-jacente s'est très peu écartée du renchérissement mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation.

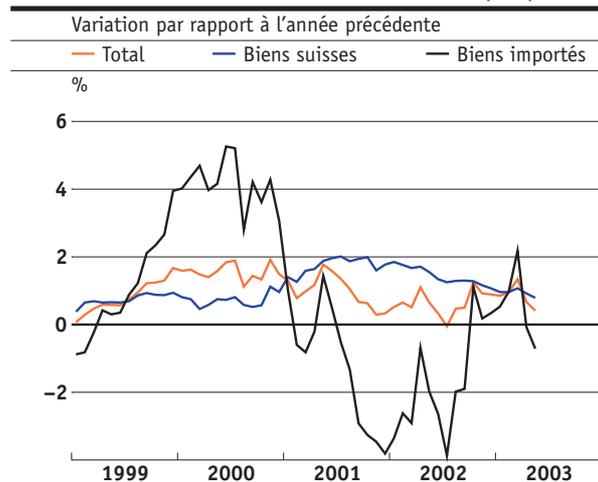
Repli des inflations sous-jacentes calculées par l'OFS

Contrairement à la Banque nationale, l'OFS calcule ses deux inflations sous-jacentes en éliminant toujours les mêmes biens du panier de l'indice. Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants. Quant à l'inflation sous-jacente 2, elle écarte également les biens dont les prix sont administrés. Entre février et mai, l'inflation sous-jacente 1 a faibli, passant de 0,7% à 0,5%. L'inflation sous-jacente 2 était de 0,3% en mai, contre 0,4% en février.

Prix à la consommation Graphique 5.1



Prix à la consommation Graphique 5.2



Source pour graphiques 5.1 et 5.2: OFS

5.3 Prix de l'offre totale

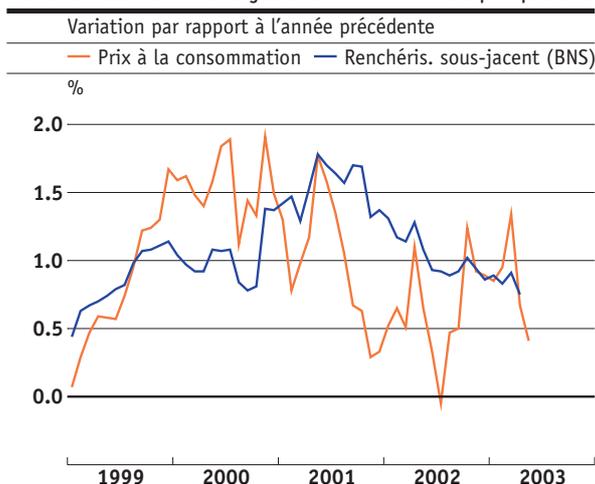
Niveau toujours stable des prix de l'offre totale

Comme précédemment, les prix à la production et à l'importation n'ont pas donné d'impulsions sur le renchérissement en aval, soit au niveau de la consommation.

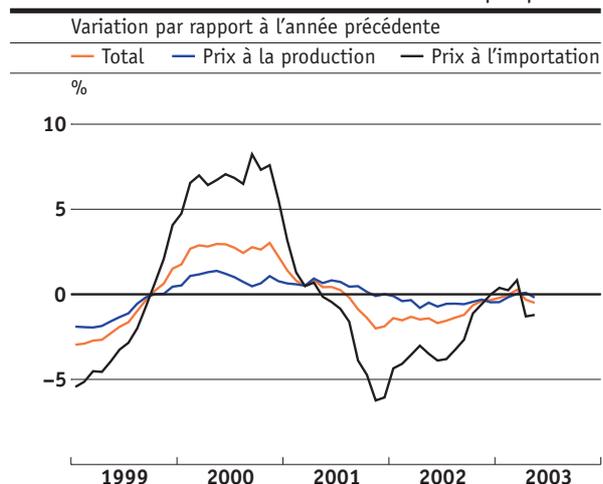
En mai, les prix à la production ont baissé de 0,2% en comparaison annuelle, après avoir stagné en moyenne des mois de février à avril. Les prix des matières premières se sont accrus de 4,9% en un an. Le renchérissement est resté cependant faible tant du côté des biens de consommation (0,1%) que de celui des biens d'équipement (0,3%). En outre, les prix des produits semi-finis – ces produits entrent pour environ 56% dans l'indice des prix à la production – ont continué à baisser (-0,8%).

Après avoir augmenté, en comparaison annuelle, dans les mois de décembre à mars, l'indice des prix à l'importation était, en avril et en mai, inférieur de respectivement 1,3% et 1,2% à ses niveaux des mois correspondants de l'année précédente. Ce repli a découlé principalement des biens d'équipement et des biens de consommation dont les prix ont fléchi de 2,4% et de 1,4%. Les prix des produits semi-finis et des matières premières ont diminué plus modérément, soit de respectivement 0,4% et 0,8%.

Renchérissement sous-jacent Graphique 5.3



Prix de l'offre totale Graphique 5.4



Sources pour graphiques 5.3 et 5.4: OFS et BNS

6.1 Evolution des prix sur le plan international

Pas de pressions à la hausse en provenance de l'étranger

Le prix du baril de pétrole de qualité Brent, qui était d'environ 33 dollars, a fléchi à partir du 20 mars – début de la guerre en Irak – pour s'inscrire autour de 25 dollars. La situation sur le marché du pétrole brut s'est ainsi détendue beaucoup plus rapidement que ce que la Banque nationale avait prévu à fin février. Exprimé en francs, le prix du pétrole était, en mai, inférieur de 16% en moyenne au niveau observé un an auparavant. Ce recul s'explique cependant avant tout par la baisse du cours du dollar; en un an, la monnaie américaine a en effet chuté de 18% par rapport au franc. Etant donné la morosité généralisée de la conjoncture et la stagnation du trafic aérien mondial, la Banque nationale table pour les prochains mois sur un prix du pétrole stable à 25 dollars environ le baril, soit un niveau proche de celui de l'année précédente. Si l'on tient compte également du cours du dollar, qui a fortement baissé en un an, le pétrole exerce des effets modérateurs sur le renchérissement, au niveau de la consommation. En outre, vu la faiblesse de la conjoncture mondiale et la situation sur les marchés des changes, aucune poussée notable de renchérissement ne devrait découler, dans le proche avenir, des autres biens importés.

6.2 Evolution des prix en Suisse

Du fait de la conjoncture, pressions peu importantes sur les coûts

Sur le plan intérieur également, les pressions à la hausse sur les coûts ne devraient pas augmenter dans un proche avenir. Un effet modérateur provient surtout des capacités de production excédentaires, une situation qui durera sans doute un certain temps encore, compte tenu de la lenteur de la reprise conjoncturelle. La situation sur le marché du travail étant mauvaise, les salaires ne devraient exercer aucune pression sur les coûts. Il ressort de l'enquête menée au premier trimestre par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ que les entreprises du secteur secondaire, axées sur le marché intérieur, s'attendaient toujours à des prix orientés à la baisse. En outre, la concurrence, qui reste vive, continue à restreindre fortement la marge à disposition pour des majorations de prix.

Stabilité des loyers

Dans l'appréciation des perspectives de renchérissement, les loyers des logements jouent un rôle particulier, puisqu'ils entrent pour 20% environ dans la composition du panier-type de l'indice des prix à la consommation. Selon le relevé trimestriel de mai, la hausse des loyers a continué à faiblir pour s'établir à 0,1%. A court terme, les loyers devraient rester stables. Deux mouvements opposés devraient à peu près se compenser. D'une part, la baisse que les taux hypothécaires enregistrent depuis le milieu de 2002 aura un effet modérateur sur les loyers. D'autre part, la situation tendue sur le marché du logement, notamment dans les agglomérations de Zurich et de Genève, pousse à la hausse les loyers des appartements neufs. Selon les données fournies par Wüest & Partner, des signes de détente sur le marché du logement sont cependant apparus au premier trimestre. Ainsi, l'offre s'est étoffée, et la part des logements vacants a augmenté légèrement d'un trimestre à l'autre.

6.3 Prédiction d'inflation pour les années 2003 à 2005

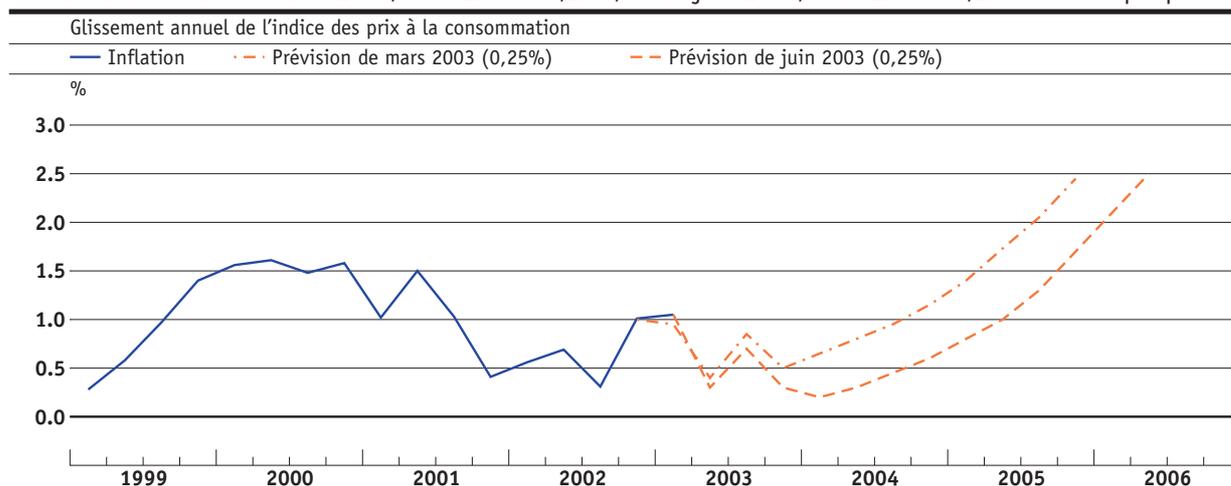
Le 11 juin 2003, lors de son analyse trimestrielle de la situation, la Banque nationale a réexaminé sa prévision d'inflation à moyen terme. Dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,25% au cours des trois prochaines années, le taux annuel moyen d'inflation devrait s'établir à 0,6% en 2003, puis passer à 0,4% en 2004 et à 1,2% en 2005. Telle qu'elle est prévue, l'inflation reste inférieure à 1% jusqu'au milieu de 2005, puis s'accélère ensuite pour atteindre 2,5% au deuxième trimestre de 2006.

Le graphique 6.1 montre que la nouvelle prévision est, durant toute la période de trois ans, au-dessous de celle de mars 2003, qui a été établie elle aussi en partant de l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,25%. Le repli de l'inflation au premier trimestre de 2004 – un taux annuel de 0,2% est prévu pour ce trimestre – découle d'un effet de base dû à l'évolution du prix du pétrole. Le niveau plus bas de la prévision d'inflation pendant les trimestres suivants s'explique par le retard d'environ un semestre que prendra la reprise de l'économie mondiale par rapport à ce qui avait été retenu lors de la prévision de mars.

L'économie américaine devrait s'accélérer quelque peu au second semestre de 2003, mais n'atteindra probablement son potentiel de croissance que vers la fin de 2004. La Banque nationale s'attend à ce que la croissance économique en Europe augmente nettement à partir du milieu de 2004. En outre, face à l'euro, le dollar devrait se maintenir approximativement à son niveau de la mi-juin 2002, et le prix du pétrole restera autour de 25 dollars le baril.

La reprise de la conjoncture n'est pas assurée. Au cours des prochains trimestres, l'inflation tombera à un niveau très bas, et il est même tout à fait possible que des taux annuels de renchérissement négatifs soient enregistrés certains mois. La Banque nationale considère que le risque de déflation, c'est-à-dire l'apparition d'une spirale déflationniste, accompagnée d'une forte diminution de la demande de biens et de la production, est cependant très faible aussi longtemps que le franc ne subit pas une revalorisation massive. Pour contrer ce danger, elle est prête à lutter résolument, à l'avenir aussi, contre un durcissement des conditions monétaires qui serait induit par une forte revalorisation du franc face à l'euro.

Prévisions d'inflation de mars 2003, avec Libor à 0,25%, et de juin 2003, avec Libor à 0,25% Graphique 6.1



7 La situation conjoncturelle selon les observateurs de l'évolution économique régionale

Les comptoirs de la Banque nationale sont en contact permanent avec de nombreuses entreprises des divers secteurs et branches de l'économie. Leurs rapports, qui reflètent une appréciation subjective des entreprises, constituent une source supplémentaire d'informations pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats tirés des entretiens sur la situation actuelle et future de l'économie, entretiens qui ont été menés durant les mois de février à mai 2003, sont résumés ci-après.

7.1 Production

L'évolution de la conjoncture au cours des premiers mois de l'année a été défavorable pour la majorité des entreprises. Etant donné les incertitudes, nombre d'entreprises ont réduit une nouvelle fois leurs investissements. Malgré un besoin croissant de rattrapage, elles se limitent pour le moment aux investissements de remplacement les plus nécessaires.

Les entrées de commandes en provenance de l'étranger ayant progressé quelque peu, plusieurs entreprises ont estimé avoir atteint le creux de la vague. Les efforts de nombreuses entreprises pour réduire les coûts de production ou lancer de nouveaux produits sur le marché devraient eux aussi commencer à porter leurs fruits. Les mesures en vue d'accroître la productivité ont certes entraîné une réduction du nombre des emplois et des capacités techniques, mais les entreprises sont ainsi parvenues à améliorer leur situation bénéficiaire en dépit de chiffres d'affaires stagnants. Certaines branches, telles que le tourisme et la construction, restent cependant confrontées à de fortes capacités excédentaires. Dans ces branches, le processus de restructuration est loin d'être achevé.

Industrie

L'industrie a ressenti tout particulièrement les effets de l'apathie de la conjoncture en Allemagne; de plus, aucune impulsion positive n'est venue de France, du Royaume-Uni et des Etats-Unis. Les exportations vers la Chine, l'Europe orientale et la Russie ont continué à se développer avec dynamisme. Après la fin de la guerre en Irak, le climat s'est cependant amélioré çà et là, mais sans qu'un revirement général de la tendance ne soit perceptible.

La marche des affaires a été particulièrement défavorable dans les entreprises axées sur les ordinateurs, les semi-conducteurs et les télécommunications. Dans ces entreprises, on ne s'attend généralement pas à une reprise rapide de la conjoncture. L'apathie de la conjoncture dans l'industrie automobile et l'aéronautique a affecté de nombreux équipementiers. Les fournisseurs de la construction ont enregistré une fois encore un repli des ventes et une forte baisse des prix. En revanche, une certaine reprise a été observée dans la métallurgie et dans l'industrie des matières plastiques. Dans la construction de machines pour l'industrie textile, qui est fortement axée sur l'Asie, ainsi que dans la technologie médicale, la marche des affaires est restée bonne.

La situation était contrastée chez les producteurs de biens de consommation. L'industrie pharmaceutique et l'alimentation ont bénéficié d'une demande toujours vive et obtenu de bons résultats. Les fabricants de textiles, de papier et de montres se sont quant à eux plaints d'une baisse des commandes et de capacités de production excédentaires.

Services

La retenue des consommateurs s'est répercutée fortement sur le commerce de détail. La plupart des grands distributeurs ont pu maintenir leur volume de ventes, mais ont dû en partie baisser fortement leurs prix, ce qui a entraîné une réduction des marges. Dans les produits de luxe, les chiffres d'affaires ont fléchi du fait notamment de l'évolution des ventes à la clientèle étrangère. Aucune amélioration de la marche des affaires n'est attendue pour les prochains mois. La restauration et l'hébergement ont eux aussi pâti de la faiblesse de la consommation, les plus forts reculs ayant été enregistrés par les établissements haut de gamme.

Dans le secteur financier, la gestion de fortune et le domaine de la banque d'affaires ont été affectés par la baisse du volume des transactions et par un recul des recettes sous forme de commissions. Du côté des services informatiques également, la marche des affaires a évolué de manière insatisfaisante. Les entreprises des arts graphiques et de presse sont restées confrontées à un repli de leurs chiffres d'affaires.

Dans le tourisme, l'évolution n'a pas été homogène. Grâce à un enneigement et à des conditions climatiques favorables, les régions axées sur les sports d'hiver ont bénéficié d'une bonne saison. Par contre, la stagnation du tourisme d'affaires et le repli du tourisme de groupes en provenance des Etats-Unis et

d'Asie ont fortement pesé sur les chiffres d'affaires des hôtels situés dans les villes. En outre, les voyages ont été soumis çà et là à des restrictions du fait du SRAS (syndrome respiratoire aigu sévère). Les réservations étant peu nombreuses, la prochaine saison estivale est attendue avec appréhension.

Construction

Au premier trimestre, l'activité est restée terne dans la construction. Fortement segmentée, la construction a évolué – selon le domaine d'activité et la région – de manière très inégale. Dans plusieurs régions, des signaux positifs ont émané de la construction de logements, et quelques entreprises ont pu profiter de grands projets d'infrastructures des collectivités publiques. D'autres interlocuteurs se sont par contre plaints de voir leurs carnets de commandes à des niveaux extrêmement bas. La situation s'est détériorée également dans le second œuvre qui, jusque dans la période récente, avait un taux d'utilisation des capacités relativement bon. L'offre étant excédentaire, les prix ont subi encore de fortes pressions à la baisse dans la construction, si bien que de nombreuses entreprises ont été une nouvelle fois confrontées à une détérioration de leurs résultats.

7.2 Marché du travail

La faiblesse de la demande et les mesures prises pour réduire les coûts ont entraîné, ces derniers mois, des suppressions d'emplois en plus grand nombre. Dans la plupart des branches, l'effectif du personnel était considéré néanmoins comme encore trop élevé. Ainsi, le secteur financier, l'électronique et le tourisme envisagent de procéder à de nouveaux licenciements.

7.3 Prix et marges

Etant donné la faiblesse de la demande, la concurrence est devenue encore plus âpre, de sorte que les prix ont été soumis une nouvelle fois à des pressions à la baisse, d'où des marges encore plus réduites.

Dans l'hôtellerie et la construction, des réductions de prix considérables ont dû parfois être consenties. Dans d'autres branches, quelques entreprises n'ont pu maintenir leurs marges que grâce à une gestion rigoureuse des coûts. La revalorisation de l'euro vis-à-vis du franc a apporté un soulagement bienvenu à maints exportateurs. Par contre, la forte baisse du dollar pèse sur les marges de nombreuses entreprises.

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

Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque

Berne, le 25 avril 2003

Dans mon allocution d'ouverture à la présente Assemblée générale, je voudrais commenter trois thèmes, à savoir les comptes annuels pour 2002, les actifs libres et, troisième thème, le gouvernement d'entreprise et la révision de la loi sur la Banque nationale.

1 Comptes annuels pour 2002

Pour la Banque nationale, l'exercice écoulé a été caractérisé par des évolutions antagoniques qui ont débouché sur un résultat dans l'ensemble satisfaisant.

Recul sensible du résultat brut

La Banque nationale a dégagé un résultat brut de 2,6 milliards de francs en 2002, contre 4,5 milliards l'année précédente. Ce recul est dû principalement à de lourdes pertes de change découlant de la conversion en francs des postes libellés en monnaies étrangères, notamment des postes en dollars des Etats-Unis.

D'une année à l'autre, le résultat de l'or a progressé de 0,2 milliard pour atteindre 1,5 milliard de francs. Il s'explique, pour moitié, par une plus-value enregistrée grâce à la hausse du prix de l'or et par le produit des intérêts sur prêts d'or ainsi que, pour l'autre moitié, par les opérations à terme qui ont été conclues en vue de couvrir contre le risque de change le produit, en dollars, de ventes futures d'or.

De son côté, le résultat des placements de devises s'est inscrit à 0,5 milliard de francs en 2002, contre 2,4 milliards l'année précédente. Les rentrées d'intérêts et les gains en capital ont atteint à eux seuls 4,7 milliards de francs. Mais la Banque a subi des pertes de change pour un montant de 4,2 milliards de francs, le cours du dollar des Etats-Unis ayant passé de fr. 1,68 à fr. 1,39, et celui de l'euro, de fr. 1,48 à fr. 1,45. En outre, une perte de 0,3 milliard de francs a été enregistrée sur l'ensemble des autres avoirs en monnaies étrangères, à savoir la position de réserve au FMI, les moyens de paiement internationaux et les crédits d'aide monétaire.

Les actifs financiers en francs suisses ont dégagé un résultat de 0,8 milliard de francs, soit un montant à peu près identique à celui de 2001. Alors que le produit des pensions de titres contre francs suisses – le plus important instrument de politique monétaire – a fléchi nettement du fait de la baisse des taux d'intérêt à court terme, le résultat des titres en francs suisses s'est accru sensiblement. Le repli des taux a engendré aussi des gains en capital élevés sur le portefeuille d'obligations.

Diminution des charges ordinaires

Les charges ordinaires ont diminué, passant de 425 millions en 2001 à 320 millions de francs en 2002. Leur diminution s'explique principalement par des charges d'intérêts moins élevées sur les fonds de la Confédération. Ces charges, qui s'inscrivaient à 204 millions en 2001, ont porté sur 75 millions de francs en 2002.

Les autres postes des charges ordinaires ont, au total, augmenté de 10,5% pour s'établir à 245 millions de francs.

L'accroissement des billets en circulation et le remplacement de coupures usagées plus nombreuses ont entraîné une hausse de 20% des charges afférentes aux billets de banque. Quant aux charges de personnel, elles se sont accrues de 6% environ. Cette évolution est due avant tout à la progression de l'effectif du personnel dans les unités d'organisation telles que les affaires économiques, les affaires internationales, la stabilité systémique et surveillance, la gestion des risques et l'informatique, mais aussi par des adaptations salariales (compensation du renchérissement, augmentations individuelles).

Résultat global

Le résultat global a été de 2,3 milliards de francs en 2002, soit un peu plus de la moitié des 4,1 milliards enregistrés l'année précédente.

Il a servi d'abord à relever de 1,1 milliard la provision pour la cession des actifs libres, laquelle a ainsi passé à 20,3 milliards de francs. Lors de sa constitution, cette provision représentait la contre-valeur des 1300 tonnes d'or qui n'étaient plus nécessaires à des fins monétaires. Le montant de la provision est calculé aujourd'hui de telle sorte qu'il corresponde à la valeur de marché de la part d'or qui n'a pas encore été vendue, au produit des ventes déjà effectuées et au résultat des opérations de couverture du risque de change sur le produit, en dollars des Etats-Unis, de ventes d'or. En outre, une part de 0,4 milliard de francs du résultat global a été affectée à la provision pour risques de marché et de liquidité sur l'or monétaire. Le renforcement de cette provision paraît judicieux étant donné les fluctuations du prix de l'or sur le marché. Après ces attributions, un montant de 0,8 milliard de francs est resté à disposition. La nouvelle convention au sujet de la distribution des bénéfices de l'institut d'émission prévoit de porter à 2,5 milliards de francs les versements annuels, au titre de l'exercice 2002 déjà, à la Confédération et aux cantons. Pour parvenir à verser plus de 2,5 milliards de francs à la Confédération, aux cantons et aux actionnaires, il a fallu prélever 1,7 milliard sur la provision pour risques de marché, de crédit et de liquidité.

Bénéfices de la Banque nationale: distribution et potentiel à moyen terme

Les comptes de l'exercice 2002 montrent bien les risques considérables auxquels la Banque nationale est exposée du fait de l'évolution du prix de l'or, des cours de change et des taux d'intérêt. La Banque nationale doit détenir des réserves monétaires suffisantes, et ces réserves ne peuvent vraiment remplir leur rôle que si elles ne sont pas couvertes, par des opérations à terme, contre les risques. Du fait des risques qu'elle encourt, la Banque ne distribue pas intégralement ses excédents de revenus. Elle en consacre une part au relèvement de ses provisions. Selon la convention passée avec le Département fédéral des finances au sujet de la distribution des bénéfices de l'institut d'émission, les provisions doivent augmenter au même rythme que la croissance moyenne du produit intérieur brut nominal.

Au fil des années, les provisions ont été portées bien au-delà du montant visé, les revenus ayant nettement dépassé les prévisions faites en 1998, lors de la conclusion de l'avant-dernière convention. La dernière convention, passée en 2002, tient compte de ce fait et prévoit une distribution annuelle de 2,5 milliards de francs jusqu'en 2012. Deux tiers de cette somme vont aux cantons, et un tiers est versé à la Confédération. La distribution de 2,5 milliards de francs par an est supérieure à la rentabilité potentielle de la Banque à moyen ou long terme et, partant, implique une réduction graduelle de la part des provisions qui excède le montant visé. Cette réduction a déjà commencé avec l'exercice 2002. Une fois l'excédent entièrement résorbé, la Banque nationale distribuera un montant annuel sensiblement moins élevé. On estime actuellement que le potentiel de distribution, à partir de 2013, est d'environ 0,9 milliard de francs par an. Aussi la Confédération et les cantons ne pourront-ils tabler, après 2013, que sur une distribution plus faible de bénéfices.

2 Actifs libres

Depuis le mois de mai 2000, la Banque nationale vend peu à peu les 1300 tonnes d'or qui ne lui sont plus nécessaires à des fins monétaires. Il s'agit des «actifs libres». Le produit des ventes est placé en divers actifs financiers. Ces placements sont gérés de manière distincte, mais ne figurent pas séparément dans les comptes de la Banque. La votation populaire du 22 septembre 2002, vous le savez, n'a pas tranché la question de l'affectation définitive de ces fonds. Par conséquent, les actifs libres restent pour le moment dans le bilan de la Banque nationale, et celle-ci continue à les gérer.

A fin 2002, les actifs libres atteignaient 21 milliards de francs, compte tenu des revenus tirés des placements. Ils étaient constitués en majeure partie de placements financiers; l'or restant à vendre, soit 627 tonnes, ne représentait plus que 46% des actifs libres. Si la Banque n'avait procédé à aucune vente d'or, la valeur totale des actifs libres aurait été inférieure de 1,1 milliard de francs à ce qu'elle était à fin 2002. Ainsi, la décision de vendre l'or excédentaire profitera aux futurs bénéficiaires des actifs libres.

En 2002, la Banque nationale a vendu 282 tonnes d'or à un prix moyen de 15 500 francs le kilogramme. Le prix de l'or en dollars a augmenté de 23%, mais cette hausse a été presque entièrement compensée par la baisse du cours de la monnaie américaine. La Banque nationale a cependant couvert systématiquement contre le risque de change une part de 35% du produit, en dollars, des ventes d'or. Elle a pu ainsi atténuer les répercussions négatives de la baisse du dollar. Depuis le début des ventes d'or, la couverture des dollars à recevoir a généré un gain de pas moins de 500 millions de francs.

Le produit des ventes d'or est placé selon une stratégie qui vise avant tout à maintenir la substance du portefeuille. A fin 2002, le portefeuille était constitué de créances libellées à hauteur de 68% en francs ou en monnaies étrangères couvertes contre le risque de change, de 21% en euros, de 4% en dollars et de 8% en d'autres monnaies. La durée résiduelle moyenne des placements était de trois ans. Le rendement des placements a atteint 5,2% en 2002, contre 4,4% l'année précédente. Ce résultat réjouissant s'explique par la hausse des cours des obligations, à la suite du repli des taux d'intérêt, et par la faible exposition du portefeuille aux risques de change.

La stratégie de placement nettement conservatrice que nous appliquons depuis près de trois ans peut être qualifiée de judicieuse. Les restrictions que la loi sur la Banque nationale impose en matière de placements n'ont pas eu d'effets négatifs. Ainsi, l'interdiction d'acquérir des actions a été profitable, vu le climat boursier défavorable des trois dernières années. De même, la concentration sur des obligations de débiteurs de premier ordre a joué en notre faveur. La performance obtenue n'est toutefois pas toujours un bon indicateur du futur. Le profil de risques découlant de la stratégie de placement devrait nous éviter de grosses pertes en capital, mais une telle stratégie ne saurait nous garantir, à moyen ou long terme, des rendements aussi élevés que ceux des deux dernières années. Si l'on considère l'ensemble des actifs libres, le risque qui domine vient toujours des fluctuations du prix de l'or. Ce risque diminue cependant au fur et à mesure des ventes d'or.

3 Gouvernement d'entreprise et révision de la loi sur la Banque nationale

Depuis notre dernière Assemblée générale, l'évolution économique n'a pas répondu aux attentes. Incertitudes et déceptions ont dominé. En plus des crises géopolitiques, des scandales qui ont secoué des entreprises – et notre pays n'a pas été épargné par de tels événements – y ont contribué pour beaucoup. Bien qu'il s'agisse de cas isolés, ces affaires, en partie spectaculaires, ont causé une forte inquiétude. On a assisté non seulement à la destruction d'une masse considérable de valeurs matérielles et immatérielles, mais aussi à quelque chose de plus fondamental, à savoir un effondrement de la confiance.

Dans un monde complexe, la confiance constitue une valeur fondamentale, irremplaçable. Cette constatation est valable aussi bien au niveau des organisations et relations personnelles qu'à celui des systèmes économiques et sociaux dans leur ensemble. Comme l'avenir est toujours incertain et ne dépend pas uniquement de nos propres décisions, nous devons pouvoir compter sur la confiance. Celui qui prend l'avion pour partir en vacances ou assister à une conférence doit pouvoir se fier au plan de vol prévu. Celui qui décide, au vu des chiffres du bilan d'une entreprise, d'acquérir des actions doit pouvoir tabler sur la véracité de ces chiffres. Si cette confiance fait défaut, des mécanismes fondamentaux de notre société et de notre économie sont remis en question. Une perte de confiance peut avoir des répercussions si larges que la consommation et les investissements et, partant, la croissance d'une économie en seront durablement affectés.

Si la confiance dans les mécanismes fondamentaux de l'économie est déçue, la méfiance s'installe et se généralise. On risque alors de recourir à des mesures régulatrices de défense et de sauvegarde et, ainsi, de trop restreindre la marge de manœuvre des agents économiques. Il faut donc rebâtir la confiance sur de nouvelles bases. Au niveau des entreprises, les efforts déployés dans cette direction ont débouché sur des principes de gouvernement d'entreprise. Au fond, il s'agit de règles et de systèmes pour la conduite et la surveillance des entreprises, qui tiennent compte des divers aspects sous l'angle de toutes les parties intéressées. Chaque partie a ses propres intérêts, mais finalement toutes les parties ont ensemble intérêt à ce que l'entreprise mène une politique circulaire et agisse de manière efficace et durable.

avec les ressources investies. Si cet intérêt commun est systématiquement bafoué, des conséquences négatives en résulteront non seulement pour l'entreprise concernée et son personnel, mais aussi peut-être pour une branche entière, une région, voire le système économique dans son ensemble.

Une opinion qui prédominait dans la phase d'euphorie boursière voulait que l'accroissement de la valeur d'une entreprise («shareholder value») et un management rémunéré en fonction du cours de l'action conduisent automatiquement à une évolution positive pour toutes les parties concernées. Depuis, nous voyons les choses autrement. Nous savons maintenant que c'est précisément de tels mécanismes qui ont ouvert la voie à divers scandales. Aussi met-on aujourd'hui l'accent sur des structures de conduite et de contrôle qui doivent garantir la poursuite, par les entreprises, d'une politique tenant compte non seulement des intérêts des actionnaires, mais aussi de ceux de toutes les autres parties concernées. A cet égard, le conseil d'administration est appelé à jouer un rôle clé; ses membres doivent satisfaire à des exigences professionnelles. De plus, une politique transparente en matière d'informations est considérée elle également comme importante. Elle doit permettre aux actionnaires et aux investisseurs de prendre leurs décisions sur des bases aussi objectives que possible. Les règles de gouvernement d'entreprise et de conduite responsable des affaires ne peuvent à elles seules garantir le succès d'une activité économique. Elles contribuent cependant à ce que des évolutions allant dans le mauvais sens soient détectées suffisamment tôt et puissent être corrigées. Ainsi, il est possible de regagner la confiance perdue. Les entreprises se livrant aujourd'hui à une concurrence sur le plan mondial, une culture solide de gouvernement d'entreprise est aussi un facteur qui prend une importance croissante dans le choix d'un lieu d'implantation. Bien que la Suisse ait pris conscience assez tardivement des questions de gouvernement d'entreprise, les réglementations qu'elle a adoptées dans ce domaine, en particulier pour les établissements financiers, montrent que, sur le fond, nous n'avons pas à craindre des comparaisons internationales.

La confiance dans la monnaie revêt incontestablement une grande importance pour la société dans son ensemble. C'est une des raisons pour lesquelles il est prévu de renforcer, à l'institut d'émission, le gouvernement d'entreprise à la faveur de la révision de la loi sur la Banque nationale. La nouvelle organisation, telle qu'elle ressort du projet de loi, vise une surveillance plus efficace et plus professionnelle, avec

un bon équilibre entre les divers organes. Le Comité de banque sera supprimé, mais le Conseil de banque sortira renforcé de la révision. Cet organe passera de quarante à onze membres, ce qui donnera plus de poids et de responsabilités à chacun d'eux. Les attributions du Conseil de banque seront étendues. Elles porteront notamment sur la fixation des structures d'organisation, l'approbation des conditions de la Banque, la haute direction dans le domaine du personnel, la détermination du niveau adéquat des provisions, ainsi que la surveillance du placement des actifs et de la gestion des risques. Dans la nouvelle loi, le gouvernement d'entreprise à la Banque nationale sera adapté aux conditions actuelles dans le domaine également de la révision. L'actuelle Commission de contrôle sera remplacée par un organe de révision, formé d'experts-comptables indépendants. Lors de la session de printemps, le Conseil des Etats, première des deux Chambres à examiner le projet, a approuvé les grandes lignes de la révision, telles que le Conseil fédéral les a prévues dans son message.

Mesdames et Messieurs, avec la loi révisée, la Banque nationale sera dotée, j'en suis persuadé, de structures de gouvernement d'entreprise qui répondent aux exigences modernes. Ces structures contribueront à nous permettre de continuer à placer la confiance nécessaire dans notre institut d'émission. Mais, en plus des bases légales et des structures organisationnelles, la confiance dépendra beaucoup, à l'avenir également, des personnes qui décident du destin de la Banque. Ces personnes auront toujours besoin de notre confiance, car elles doivent prendre les décisions importantes de politique de banque centrale généralement à des moments où les incertitudes sont particulièrement grandes.

Je ne saurais clore mon exposé sans adresser des remerciements très chaleureux aux membres de la Direction générale et à tout le personnel de la Banque nationale pour le travail accompli durant l'année écoulée.

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

Jean-Pierre Roth, président de la Direction générale

Berne, le 25 avril 2003

2002: une année décevante

L'année 2002 a été très décevante pour l'économie suisse. Il y a un peu plus d'un an, après le choc des événements de septembre 2001, la situation internationale semblait pourtant en voie de normalisation et nous inspirait un optimisme prudent. Le premier trimestre 2002 s'est relativement bien déroulé; l'économie mondiale était sur le point de regagner progressivement le chemin de la croissance. A l'époque, nous nous attendions à une croissance moyenne du PIB de l'ordre de 1% pour l'ensemble de l'année, avec une nette accélération de l'activité au second semestre; une prévision que de nombreux observateurs qualifiaient de trop pessimiste.

Il nous a fallu rapidement déchanter. Les signaux contradictoires ont commencé à se multiplier dès le deuxième trimestre de 2002. De plus, le franc s'est raffermi face à l'euro. Cette appréciation de notre monnaie survenait au plus mauvais moment car elle entraînait un resserrement des conditions monétaires dans notre pays. Nous avons réagi en abaissant de 50 points de base, en mai, la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Cela a permis non seulement de stopper net le mouvement de hausse du franc, mais aussi de donner une bouffée d'oxygène à notre économie.

Dès l'été, il est devenu évident que la reprise tant attendue tardait à se manifester. L'économie américaine se montrait de plus en plus fragile, les signaux positifs étant régulièrement supplantés par d'autres, négatifs. Sur le front européen, à commencer par l'Allemagne, l'horizon s'assombrissait inexorablement. Ce retard de la reprise était d'autant plus fâcheux que le franc frisait de nouveau des sommets face à la monnaie européenne. A fin juillet, nous avons abaissé une nouvelle fois de 50 points de base la marge de fluctuation du Libor. Il y a quelques semaines, en raison d'une reprise toujours plus hésitante et d'un marché des changes particulièrement nerveux, nous avons fait un pas supplémentaire et ramené le taux à trois mois à 0,25%.

Ces difficultés n'ont pas toutes leur origine en Suisse; l'économie mondiale traverse une phase douloureuse de réajustement. Nous avons derrière nous l'éclatement de la bulle boursière et les excès commis du côté des investissements, en particulier dans le domaine de la technologie d'information. Ces événements ont ébranlé la confiance des investisseurs, et les primes de risque demandées par le marché ont augmenté. Le coût de financement des petites et moyennes entreprises a souvent renchéri, en dépit du

relâchement des politiques monétaires. Les plans d'investissement ont été revus à la baisse. Le secteur financier a été contraint d'entreprendre des réformes structurelles en profondeur afin de digérer les conséquences de la correction boursière. Là-dessus sont venues se greffer des considérations géopolitiques qui ont renforcé l'insécurité et l'attentisme de tous les acteurs économiques, consommateurs et entrepreneurs confondus.

La Suisse – dont on dit traditionnellement qu'elle gagne un franc sur deux sur le front des exportations – ne pouvait échapper à ces développements négatifs. Comme la plupart de ses voisins, elle a été affectée très durement par la chute des investissements et le ralentissement de la conjoncture mondiale. Notre pays a été touché de plein fouet du fait que ses exportations portent dans une forte proportion sur des biens d'équipement. De plus, n'oublions pas que le secteur financier représente chez nous une part importante – estimée à plus de 10% – du produit intérieur brut. La dégradation boursière et les baisses de revenus financiers qui s'ensuivent ont constitué un boulet supplémentaire pour notre croissance.

Ainsi, l'année 2002 a été une année de stagnation. Cette stagnation économique s'est traduite par une chute de la rentabilité des entreprises, par une hausse sensible du chômage et une dégradation rapide des finances publiques. Sur le front des changes, le franc est resté relativement stable par rapport à l'euro, la monnaie unique oscillant pour l'essentiel à l'intérieur d'une fourchette comprise entre fr. 1,45 et fr. 1,48. En revanche, comme tous les pays européens, nous avons dû faire face à une forte correction du dollar, une correction qui était certes attendue depuis longtemps, mais qui est survenue au plus mauvais moment sous l'angle de la conjoncture. Sur l'ensemble de l'année, la devise américaine a ainsi perdu près d'un cinquième de sa valeur, tombant à son niveau de 1998. En ce qui concerne l'évolution des prix, le constat est des plus satisfaisants. Notre objectif de stabilité des prix a été atteint une fois de plus. Le pouvoir d'achat de notre monnaie est ainsi resté intact tout au long de l'année.

Perspectives pour 2003

A bien des égards donc, 2002 a été une année inutile. Aujourd'hui, nous nous retrouvons dans une situation tout aussi incertaine que celle de l'an dernier. Nous sommes une nouvelle fois placés dans l'attente d'une reprise prochaine de l'économie mondiale, un facteur déterminant pour notre croissance. Par rapport à l'an dernier, la situation est toutefois devenue plus difficile pour nos entreprises, plus tendue sur le plan social et plus serrée dans la gestion des budgets publics. Et cette situation devrait encore durer ces prochains mois. Mais des sources d'espoir existent: les politiques monétaire et budgétaire sont expansionnistes; les taux d'intérêt sont extrêmement bas dans la plupart des pays; les établissements bancaires sont relativement en bonne santé et aptes à remplir leur rôle.

Après les nombreuses restructurations de ces dernières années, l'économie suisse est maintenant bien positionnée et prête à profiter d'un réveil de la conjoncture mondiale. Si nos hypothèses concernant l'environnement international se vérifient, nous devrions voir l'activité en Suisse aller en se renforçant au cours de l'année. La consommation et les exportations devraient se maintenir et, après une éclipse de plusieurs années, les investissements en biens d'équipement se remettent à contribuer à la croissance. Cette dernière restera néanmoins en retrait par rapport à nos attentes de décembre dernier. Notre économie sort plus lentement que prévu de la situation de stagnation dans laquelle elle est entrée durant le second semestre de 2001.

Du côté monétaire, le bas niveau des taux d'intérêt et l'ampleur des liquidités dans le marché faciliteront le mouvement de reprise. La stabilité des prix n'est pas menacée pour autant. Selon nos prévisions, le taux moyen d'inflation sera de l'ordre de 0,7% cette année, d'environ 1% en 2004 et proche de 2% en 2005. La tendance progressive à l'accélération de la hausse des prix au cours des prochaines années nous montre que le cours actuel de la politique monétaire devra être corrigé une fois que la conjoncture se normalisera.

Cela dit, les risques d'une nouvelle dégradation de la situation sont toujours bien présents et substantiels, en Suisse comme à l'étranger. Les pays industrialisés ne sont pas à l'abri d'attaques terroristes et l'évolution de la situation au Moyen-Orient demeure très incertaine. Sur le plan strictement économique aussi, les interrogations sont nombreuses. L'expansion du commerce international est fort dépendante de la reprise économique aux Etats-Unis. Celle-ci semble se confirmer, mais elle reste hésitante. Plus près de nous, l'Allemagne a beaucoup de peine à sortir du marasme économique dans lequel elle se trouve plongée depuis plusieurs années.

Concrètement, deux scénarios nous préoccupent tout particulièrement. D'une part, nous pouvons craindre un nouveau retard de la reprise de l'économie mondiale; d'autre part, notre monnaie pourrait être mise sous pression sur le marché des changes. Dans le premier cas, nous observerions une nouvelle détérioration des conditions-cadres dans lesquelles nous opérons et cela avec peu de possibilité de réaction de notre part. Dans le second cas, nous serions confrontés à un problème spécifique à notre pays. En cas de turbulences du franc, nous disposons toujours de l'instrument des interventions; un instrument risqué, car il peut conduire à une forte dilatation de la liquidité intérieure, mais un instrument nécessaire si les marchés évoluent de manière irrationnelle.

Comme vous le constatez, bien que le franc soit demeuré relativement stable en 2002, il reste une source constante de préoccupations. Nous savons par expérience que des mouvements excessifs ne peuvent être exclus sur les marchés des changes et que leur correction est le plus souvent lente et coûteuse pour notre économie.

Confrontés à un potentiel de chocs en provenance des marchés financiers, nous nous appliquons à intégrer aussi largement que possible les considérations de change dans notre stratégie. Ceux qui nous reprochent de ne pas en faire suffisamment sur ce plan ne rendent pas justice à la politique très active de taux d'intérêt que nous avons suivie ces deux dernières années ni au souci constant que nous avons manifesté par rapport aux développements des marchés financiers. En fin de compte, nous avons derrière nous quatre ans de cohabitation avec une monnaie européenne qui a connu ses difficultés initiales et quatre années d'ajustements spectaculaires du cours du dollar, autant de sources de perturbations qui n'ont pas déstabilisé le franc de manière aussi marquée qu'on aurait pu le craindre. Depuis 1999, année de l'apparition de l'euro, notre monnaie s'est appréciée en termes réels d'un peu plus de 1% par an par rapport à la monnaie unique. Ce taux est certes supérieur à l'appréciation tendancielle notée par le passé face au mark allemand, mais cela n'a rien de surprenant car l'euro n'est pas le mark, comme l'Euro-land n'est pas l'ancienne République fédérale d'Allemagne. Les choses se sont donc mieux déroulées que ce que l'on pouvait craindre.

Le défi de la croissance

En 2002, la croissance de notre économie a, une nouvelle fois, été inférieure à celle des pays industrialisés, et cette situation se répétera vraisemblablement cette année encore. Nous en avons maintenant presque l'habitude car, dans la plupart des comparaisons internationales portant sur les pays industrialisés, la Suisse occupe le dernier rang en termes de progression du PIB réel. Souvent, on voit dans le cours du franc l'obstacle essentiel à une croissance plus soutenue. Je m'inscris en faux contre cette allégation. Au cours des vingt dernières années, en dépit d'un franc tendanciuellement fort, la part du commerce extérieur a nettement augmenté dans notre produit intérieur. Aujourd'hui, notre industrie d'exportation voit sa compétitivité menacée davantage par le poids de ses charges intérieures que par une surévaluation du franc.

Néanmoins, notre situation de faible croissance doit nous préoccuper même s'il faut la relativiser quelque peu. En effet, il est paradoxal de constater que la Suisse est la lanterne rouge de la croissance, alors qu'elle se situe systématiquement dans le peloton de tête en matière de revenu réel par habitant. Son niveau de vie très élevé lui confère, aujourd'hui comme hier, une situation fort enviable. Cette image d'une Suisse qui va moins vite que les autres mais qui reste toujours devant, tient notamment au fait que le PIB réel, tel qu'il est habituellement calculé, tend à sous-estimer la valeur ajoutée dans notre pays car il néglige les effets positifs entraînés par l'amélioration continue de nos termes de l'échange. Par ailleurs, il ne faut pas oublier que notre économie investit chaque année des montants considérables à l'étranger et que le fruit de ces investissements n'entre pas non plus dans le calcul du produit intérieur. Ainsi, notre revenu nominal par tête – qui intègre les revenus internes et externes – a augmenté au rythme moyen de 2,4% de 1992 à 2000, alors que le PIB par tête ne progressait durant la même période que de 1,7% par an.

Il n'en demeure pas moins que la performance économique de la Suisse a été décevante ces dix dernières années. Cette situation est préoccupante car le vieillissement de notre population, dû à la faible natalité que connaît la Suisse et à l'augmentation de l'espérance de vie de chacun, soulève des défis très importants. Au cœur du problème se trouve la préservation des acquis en matière de sécurité sociale.

Sur le plan financier, il est clair que le bon fonctionnement de l'AVS et la santé de notre second pilier – au vu de taux d'intérêt fort bas – vont demander un effort particulier. Des augmentations de ressources – sous forme fiscale ou de cotisations – seront vraisemblablement nécessaires pour préserver les rentes dans la durée. Ces transferts supplémentaires seront d'autant plus faciles à absorber que la croissance sera soutenue.

En termes de production, il faut veiller à ce que le volume de biens et services produits dans notre pays couvre les besoins croissants de l'ensemble de la population, actifs et inactifs confondus.

Quelle que soit l'approche retenue, la pérennité de nos assurances sociales et le bien-être général dépendent donc du développement des activités productives. Nous devons ainsi tout entreprendre pour soutenir l'effort de travail, l'innovation et l'investissement:

- encourager la participation de chacun au processus productif et, ici, la question d'un relèvement à terme de l'âge de la retraite est incontournable;
- promouvoir la mobilité et veiller à ne pas créer d'entraves à l'effort de travail;
- rehausser sans relâche la qualité de notre système éducatif par la promotion de la recherche scientifique et la transmission des nouvelles connaissances, facteurs qui alimentent le progrès technologique; les progrès de la productivité sont un facteur clé dans un environnement de plein-emploi;
- exploiter le plus possible nos avantages comparatifs qui résident dans les activités à forte valeur ajoutée afin de récolter pleinement les gains promis par le commerce international;
- adapter, moderniser et renforcer sans cesse le capital productif de notre pays car l'investissement reste le premier moteur de la croissance.

Enfin, n'oublions pas que de bonnes conditions-cadres sont essentielles au succès de toute entreprise économique: une infrastructure publique performante, un climat social favorable, un système judiciaire efficace et fiable, des politiques économiques qui donnent libre cours à une croissance durable.

De gros efforts sont à entreprendre également dans le domaine du marché intérieur où des réglementations excessives, un manque de compétition et une productivité en retrait freinent les ardeurs des entrepreneurs et sont sources de coûts excessifs qui pénalisent les consommateurs. Alors que nos industries exposées à la compétition globale sont généralement extrêmement performantes, celles qui opèrent essentiellement sur le marché intérieur sont souvent à la traîne. Les ententes cartellaires, les entorses à la concurrence ainsi que les entraves administratives et autres obstacles au bon fonctionnement des marchés sont autant de freins à la croissance.

Que peut faire la politique monétaire?

La Banque nationale est consciente de l'importance d'une croissance économique durable. Son mandat constitutionnel lui demande de mener une politique monétaire dans l'intérêt général du pays, formulation dans laquelle les considérations de croissance à long terme ont tout naturellement leur place. Dans le projet de nouvelle loi sur la Banque nationale qui est actuellement en discussion au Parlement, le mandat constitutionnel est complété par la mission d'assurer la stabilité des prix et, ce faisant, de tenir compte de la conjoncture (art. 5).

En mentionnant la stabilité des prix, le projet de loi met l'accent sur une contribution importante de la politique monétaire en faveur de la croissance. En effet, une politique monétaire qui ne crée pas des conditions de stabilité a des conséquences négatives sur le fonctionnement de l'économie, tout comme un moteur mal réglé tousse et ne tourne qu'au ralenti.

Il est vrai que la préservation de la stabilité monétaire a des effets peu spectaculaires, mais ils sont pourtant de première importance. La stabilité des prix permet à l'économie d'atteindre son potentiel de croissance en lui évitant des coûts inutiles, elle incite à l'investissement en générant des taux d'intérêt bas et évite de mauvaises allocations des ressources. Cependant, il ne faut pas attendre d'elle qu'elle puisse repousser la frontière du possible, c'est-à-dire doper l'économie et augmenter sa capacité à produire. De même, il ne faut pas attendre d'un mécanicien, si habile soit-il, qu'il puisse défier les lois de la physique et amener un engin à développer une puissance qui ne soit pas en rapport avec son potentiel. Toute tentative allant dans ce sens mènerait à la surchauffe et risquerait fort de se solder par de la casse.

La révision de la loi sur la Banque nationale

L'an dernier, je vous ai orienté sur les principaux aspects du projet de nouvelle loi sur la Banque nationale. Où en sommes-nous aujourd'hui?

La révision de la loi sur la Banque nationale est actuellement en discussion au Parlement. Cette nouvelle loi achèvera la modernisation des dispositions monétaires qui a été rendue possible par l'entrée en vigueur, en 2000, du nouvel article constitutionnel relatif à la politique monétaire. La nouvelle loi fait de la BNS une banque centrale indépendante, en charge d'exécuter un mandat clairement défini et tenue de rendre compte de l'accomplissement de sa mission. Elle ne modifie pas la structure juridique de la Banque mais simplifie ses organes de conduite. En particulier, l'effectif du Conseil de banque est réduit de 40 à 11 membres, dont 5 sont désignés par l'Assemblée générale des actionnaires. Les autres compétences de l'Assemblée générale ne sont pas modifiées.

Le projet de loi, qui a déjà passé le cap du Conseil des Etats, est actuellement en discussion au sein de la Commission de l'économie et des redevances du Conseil national. Jusqu'ici, il a été bien accueilli. Un point important fait toutefois l'objet de débats: il s'agit de la règle régissant la nomination des membres de la Direction générale et de leurs suppléants. Le projet de loi a repris la règle actuelle qui confie au Conseil de banque le soin d'établir – à l'intention du Conseil fédéral – les propositions en vue de la nomination des membres de la Direction générale et de leurs suppléants. Le Conseil des Etats souhaite modifier le projet et donner au Conseil fédéral la compétence de procéder à ces nominations après avoir simplement consulté le Conseil de banque.

Une telle règle est tout à fait envisageable. Elle correspond aussi à la pratique en vigueur dans de nombreux pays. Mais les dispositions du projet de loi – qui sont celles que nous connaissons depuis toujours – offrent des avantages incontestables que nous ne devrions pas ignorer. Elles prévoient que le Conseil de banque sélectionne les candidats et fait ensuite une proposition au Conseil fédéral qui prend la décision. Cette solution est équilibrée. En effet, le Conseil de banque connaît bien le fonctionnement de la BNS et sera appelé, sous la nouvelle loi, à le connaître encore mieux. Ainsi, il remplit les exigences techniques nécessaires à la sélection des candidats et à la formulation d'une proposition objective. De son côté, le Conseil fédéral a la compétence juridique et l'autorité morale lui permettant de s'opposer à toute proposition qui lui semblerait contraire aux intérêts du pays.

Je souhaite donc que le Parlement, au moment de la décision finale, apprécie à leur juste valeur les avantages de la procédure qui figure dans le projet de loi. Cette procédure a fait ses preuves et permet une sélection aussi sereine que possible des candidats.

Si le programme législatif est tenu, la nouvelle loi sur la BNS pourrait être sous toit cet automne déjà et entrer en vigueur au printemps prochain à l'issue du délai référendaire. Il incombera alors à l'Assemblée générale 2004 de commencer à mettre en place les nouvelles autorités de la Banque.

Conclusion

Nous sommes dans une période économique difficile et tout semble indiquer que les mois à venir resteront délicats. Nos entreprises s'efforcent au mieux de défendre leur position dans un marché mondial particulièrement déprimé. Des restructurations sont nécessaires. Elles sont d'autant plus douloureuses que l'horizon reste encore bien incertain.

La Banque nationale s'efforce de mettre en œuvre une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays. Elle n'est pas en mesure de mettre notre économie pleinement à l'abri des perturbations extérieures ou de compenser ses faiblesses structurelles. Demain, comme aujourd'hui, elle ne peut avoir que l'ambition de créer les meilleures conditions-cadres monétaires permettant au secteur privé de s'adapter à l'environnement existant. Elle veille à la stabilité monétaire; c'est ainsi qu'elle donne à l'économie toutes ses chances de croître à son rythme potentiel.

Mesdames et Messieurs les actionnaires, Mesdames et Messieurs les invités, je vous remercie de votre présence, ainsi que de l'intérêt que vous manifestez à l'égard de la Banque nationale et de ses activités.

Rapport sur la stabilité du système financier¹

1 Avant-propos

Les banques centrales ont un intérêt légitime pour la stabilité du système financier. En effet, un système financier stable joue un rôle essentiel pour le bon fonctionnement d'une économie de marché et pour la mise en œuvre de la politique monétaire. En retour, une politique monétaire axée sur la stabilité des prix et tenant compte de l'évolution de la conjoncture contribue à créer des conditions-cadre favorables à la stabilité du système financier. Les banques centrales contribuent également à cette stabilité en tant qu'opérateur ou surveillant des systèmes de paiement. Enfin, dans les périodes troublées, les banques centrales peuvent aider à maintenir, voire à restaurer, la stabilité en fournissant des liquidités au marché.

Le présent rapport met en évidence les grandes tendances dans le secteur financier suisse sous l'angle de la stabilité. En publiant un tel rapport, la BNS a pour objectif d'informer le public sur l'état du système financier. La BNS fournit son évaluation de la stabilité de ce système et elle met à la disposition du public une synthèse d'informations et d'indicateurs. Le cas échéant, le rapport permet à la BNS de signaler des tensions ou des déséquilibres susceptibles de constituer un risque en matière de stabilité.

Un système financier stable est un système dont les diverses composantes remplissent leurs fonctions et sont capables de résister à d'éventuels chocs. Le présent rapport se concentre sur deux composantes essentielles du système: le *secteur bancaire* et les *infrastructures des marchés financiers*.

Le secteur bancaire a bien résisté à la dégradation des conditions économiques et boursières à laquelle il a dû faire face en 2002. La plupart des banques ont dégagé des résultats positifs et ont pu garder intacte leur capacité à absorber des chocs. Les établissements qui ont enregistré de fortes pertes ont souvent pris des mesures pour renforcer leur dotation en fonds propres. Par ailleurs, aucun déséquilibre majeur, source possible de crise, n'a été identifié. En conséquence, le système bancaire suisse peut être considéré comme stable. Deux sources potentielles de tensions doivent toutefois être signalées:

Premièrement, en cas de persistance de la mauvaise conjoncture, il faut s'attendre à une dégradation de la qualité des emprunteurs qui pourrait se traduire par une augmentation du besoin de provisions des banques suisses. La politique de crédit relativement prudente des banques au cours des dernières années devrait permettre d'éviter une augmentation massive du besoin de provisions. Par ailleurs, l'assouplissement de la politique monétaire de la Banque nationale devrait contribuer à limiter l'ampleur et la durée du ralentissement conjoncturel en Suisse. Deuxièmement, la capacité des banques à accroître leurs revenus sera limitée si la situation défavorable sur les marchés boursiers devait se maintenir, voire s'aggraver. Les mesures prises par les banques dans le but d'améliorer leur efficacité devraient cependant permettre de limiter les conséquences, en termes de rentabilité, d'une stagnation des revenus découlant des activités de négoce et de gestion de fortune.

En ce qui concerne la compensation et le règlement des paiements et opérations sur titres et autres instruments financiers, la place financière suisse dispose, grâce au Swiss Interbank Clearing (SIC), pour les paiements, et au SECOM, pour les opérations sur titres, de systèmes qui ont fait leurs preuves depuis des années et qui contribuent, par leur architecture, à minimiser les risques de règlement. L'introduction du système de paiement multidevises Continuous Linked Settlement (CLS), en septembre 2002, et de la contrepartie centrale SIS x-clear, en mai 2003, permettent une nouvelle réduction des risques de règlement dans les opérations de change et sur titres. De plus, des adaptations organisationnelles et techniques sont régulièrement mises en œuvre dans le but de renforcer la fiabilité opérationnelle de ces systèmes. Dans l'ensemble, la place financière suisse dispose d'une infrastructure qui fonctionne bien et qui, sous l'angle de la sûreté et de l'efficacité, occupe une position de choix en comparaison internationale.

¹ Document rédigé sur la base des données disponibles le 15 mai 2003.

2 Secteur bancaire

2.1 Vue d'ensemble

L'analyse du secteur bancaire repose sur trois éléments. Premièrement, nous décrivons le développement des facteurs de risques présentant un caractère systémique, comme le contexte macro-économique et boursier. Deuxièmement, nous évaluons l'exposition du secteur bancaire face à ces facteurs de risques. Finalement nous mesurons la capacité de résistance du secteur bancaire à des chocs, sous l'angle de la dotation en fonds propres.

Sur la base de cette analyse, il apparaît que le secteur bancaire suisse a dû faire face en 2002 à un environnement peu favorable. Pour la deuxième année consécutive après une longue période d'euphorie boursière, les cours des actions ont fortement chuté. En outre, l'activité économique a stagné en Suisse et n'a progressé que lentement sur le plan international. Dans ce contexte, la baisse de la rentabilité du secteur bancaire suisse, initiée en 2001, s'est poursuivie en 2002. Sur un plan agrégé, le secteur bancaire suisse a néanmoins été profitable en 2002. Par ailleurs, il est parvenu à conserver l'essentiel de sa capacité d'absorption de chocs en termes de fonds propres, notamment grâce aux mesures de recapitalisation prises par certains établissements qui ont subi des pertes. La capitalisation du secteur bancaire à la fin 2002 reste élevée en comparaison historique et internationale.

La relative robustesse des résultats du secteur bancaire reflète la prépondérance des activités de crédit comme source de revenus. En effet, la baisse des marchés boursiers a provoqué une forte réduction des revenus tirés des activités telles que la gestion de fortune et la banque d'investissement. Par ailleurs, certaines banques ont subi des pertes, parfois substantielles, sur leurs propres portefeuilles de titres. En revanche, les résultats des opérations de crédit sont restés relativement bons malgré le ralentissement de l'activité économique. La qualité des portefeuilles de crédit du système bancaire suisse ne s'est pas détériorée de manière visible, malgré un accroissement généralisé du risque de crédit dans l'économie.

L'accroissement du risque de crédit dans l'économie constitue actuellement la principale source de risque, à court et moyen terme, pour le secteur bancaire. L'expérience suggère l'existence d'un décalage temporel entre le ralentissement conjoncturel et l'accroissement, dans les banques, des provisions pour risques de crédit. Après deux années de faible crois-

sance économique, on ne peut donc pas exclure une hausse sensible des besoins en provisions en 2003, qui pèserait sur la performance des activités de crédit des banques. Si l'environnement boursier reste défavorable, il ne faut pas non plus s'attendre à un accroissement des revenus dans les domaines du négoce et de la gestion de fortune.

Les risques liés à cette situation doivent cependant être relativisés. Premièrement, la croissance modérée des crédits bancaires durant ces dernières années suggère que les banques ont suivi, en matière de crédits, une politique relativement prudente pendant la période d'euphorie boursière. Deuxièmement, la hausse modérée des prix dans l'immobilier suggère l'absence d'un phénomène de bulle spéculative – et des risques qui lui sont associés – dans ce secteur. Troisièmement, les banques ont pris des mesures pour améliorer leur rentabilité, en particulier dans leurs activités de négoce et de gestion de fortune.

2.2 Conditions-cadres

En 2002, les banques ont dû faire face à une évolution défavorable des marchés financiers et de l'environnement économique. Pour la première fois depuis le milieu des années septante, une forte volatilité de la Bourse et une chute des cours des actions ont coïncidé avec une stagnation économique. La baisse boursière observée depuis le milieu de l'an 2000 s'est poursuivie en 2002, alors que la volatilité augmentait fortement pour atteindre, fin 2002, un niveau relativement élevé. Par ailleurs, avec pour arrière-plan la faible croissance économique, les écarts entre les rendements des obligations se sont creusés, et le nombre de faillites a augmenté, reflétant une dégradation générale de la solvabilité des débiteurs.

Tendance à la baisse et forte volatilité sur les marchés des actions²

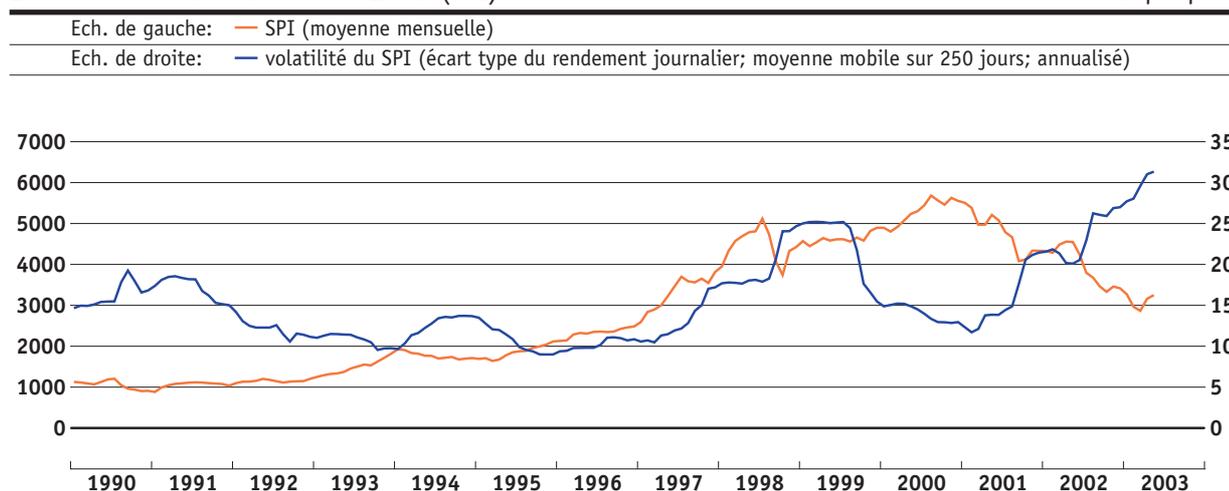
En Suisse, le SPI a fléchi de 26% en 2002. A fin décembre, il s'établissait à 3246 points, soit à son niveau du milieu de 1997 (voir graphique 1). Les marchés des actions des Etats-Unis, d'Europe et du Japon ont baissé eux aussi fortement: le S&P 500 a diminué de 23%, le DJ STOXX 50, de 35%, et le Nikkei 225, de 19%. Simultanément, la volatilité moyenne des rendements du SPI (voir graphique 1) et du S&P 500 en 2002 était supérieure à la moyenne des quatorze dernières années. Considérant l'évolution des vingt dernières années, on constate que la baisse persistante des cours et leur forte volatilité sont inhabituelles, aussi bien par leur amplitude que par leur durée.

Faible conjoncture³

En 2002, la conjoncture est restée faible dans les principaux pays industrialisés et partenaires commerciaux de la Suisse. Dans l'Union monétaire européenne, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,9%. En même temps, la croissance s'est accélérée quelque peu aux Etats-Unis, mais son taux de 2,4% était encore nettement inférieur aux 3,2% atteints en moyenne durant les dix dernières années. Dans ce contexte, l'économie suisse a elle aussi stagné en 2002, après avoir encore enregistré une croissance de 0,9% en 2001 (voir graphique 2). A partir du deuxième trimestre, la situation s'est améliorée légèrement. La croissance observée fin 2002 correspond environ à la croissance économique annuelle moyenne de la période 1980-2000. Sur la base des indicateurs conjoncturels avancés, la croissance au premier trimestre 2003 devrait s'être légèrement ralentie. Au second semestre, la croissance devrait cependant s'accélérer.

Evolution du Swiss Performance Index (SPI)

Graphique 1



² Sources: BNS, Thomson Financial Datastream et Freeman & Co.

³ Sources: BNS, Centre de recherches conjoncturelles de l'EPF Zurich (KOF), Commission européenne et OCDE.

Graphique 1: Sources: BNS; Thomson Financial Datastream.

Dégradation de la solvabilité⁴

La solvabilité des débiteurs s'est dégradée de manière significative en 2002. Cette détérioration s'est reflétée notamment dans l'évolution récente du nombre de faillites ainsi que dans les écarts entre les rendements des obligations émises par les entreprises et les obligations d'Etat.

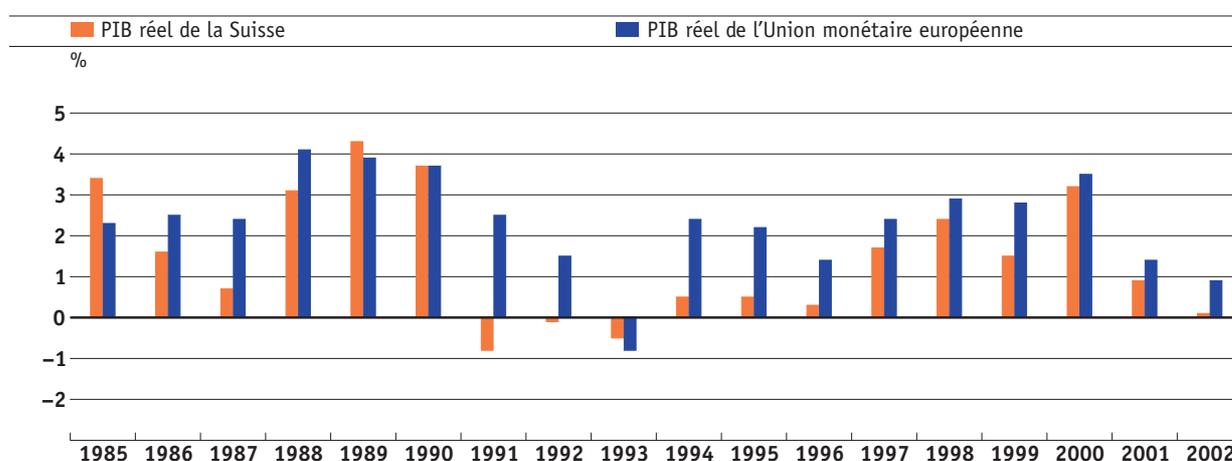
En Suisse, le nombre de faillites d'entreprises a augmenté de 11% d'une année à l'autre (voir graphique 3). Bien que ce nombre reste inférieur à la moyenne des neuf dernières années, l'évolution récente traduit une détérioration de la situation, notamment pour les petites et moyennes entreprises. En outre, la dégradation de la situation pour les plus grandes entreprises, qui se financent en partie par l'émission d'obligations, se reflète dans l'évolution de

l'écart entre les taux d'intérêts appliqués à ces emprunts et ceux appliqués aux emprunts d'Etat. Cet écart s'est creusé, entre le quatrième trimestre 2001 et le quatrième trimestre 2002, de 19 points de base (pb)⁵ en Europe, de 24 pb en Suisse et de 39 pb aux Etats-Unis (voir graphique 4). Finalement, le volume mondial des emprunts dont les débiteurs sont en faillite a, selon Moody's, augmenté de 53% en 2002.

Depuis le début de 2003, on constate une légère réduction de l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux emprunts des entreprises et de l'Etat. Cette diminution constitue l'un des premiers indices d'une possible amélioration à moyen terme de la solvabilité des débiteurs en Suisse et à l'étranger.

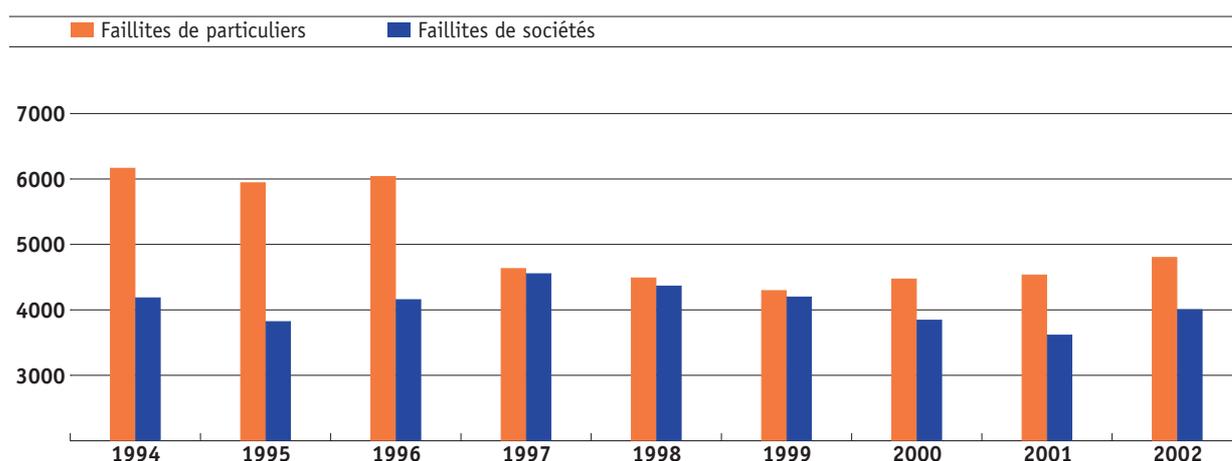
Croissance du produit intérieur brut

Graphique 2



Nombre de faillites en Suisse

Graphique 3



4 Sources: BNS, Creditreform, Lehman Brothers, Moody's et Thomson Financial Datastream.

5 Un point de base (pb) correspond à un centième de point de pourcentage.

Graphique 2: Sources: BNS; Commission européenne.

Graphique 3: Source: Creditreform.

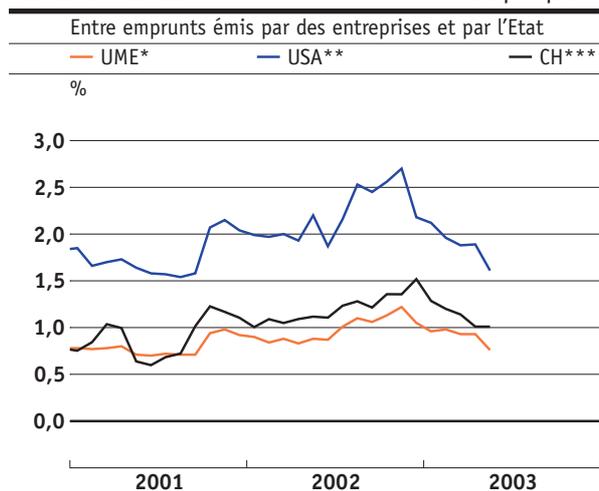
2.3 Rentabilité

Sur un plan agrégé, le secteur bancaire suisse a été profitable en 2002. La rentabilité a cependant fortement diminué par rapport à l'année 2001. Par ailleurs, le niveau et l'évolution des bénéfices ont varié fortement au sein du secteur. Les banques dont une part prépondérante des activités dépend de l'évolution de la Bourse ont affiché des résultats nettement inférieurs à celles qui se concentrent avant tout sur les activités de crédits. En cas de persistance de la stagnation conjoncturelle et en raison des besoins accrus en matière de provisions qui pourraient en résulter, il faut s'attendre à une diminution de la rentabilité des banques qui se concentrent sur les activités de crédits.

Dégradation de la profitabilité⁶

En 2002, le secteur bancaire suisse a généré un profit de CHF 9,3 mia., soit un rendement sur actifs⁷ de 0,41%, en recul de 21% par rapport à 2001. Le nombre et la taille moyenne des établissements bancaires ayant enregistré un résultat négatif se sont accrus. En 2002, 52 banques – détenant 13% (32% sur base consolidée⁸) des actifs du secteur bancaire – ont subi des pertes, contre 39 établissements – détenant 2,7% (2,1% sur base consolidée) des actifs – en 2001 (voir graphique 5). Bien que la dégradation de la situation par rapport à l'année précédente soit substantielle, la rentabilité obtenue en 2002 reste proche de la moyenne du secteur bancaire durant la dernière décennie (moyenne 1990–2002: 0,47%; voir graphique 6).

Graphique 4



Graphique 4:
Sources: BNS; Datastream.

* Indices Euro Aggregate Corporate et Euro Aggregate Government, Lehman Brothers

** Indices US Aggregate Corporate Investment Grade et US Aggregate Government, Lehman Brothers

*** Taux d'intérêt au comptant pour emprunts émis par des entreprises ayant une notation minimale BBB- et par la Confédération, calculs de la BNS

6 Sources: BNS, Commission Fédérale des Banques (CFB), OCDE et Rapports de gestion.

7 Bénéfice net, en pour-cent du total des actifs au bilan.

8 Dans les graphiques et, sauf mention contraire, dans le texte, les chiffres sont calculés sur une base individuelle (non-consolidée). Pour les banques détentrices de participations majoritaires dans d'autres entreprises et/ou faisant partie d'une hol-

ding, les données sur base individuelle peuvent diverger des données sur base consolidée. Pour la catégorie des grandes banques – pour laquelle cette divergence peut être substantielle – et pour les statistiques pour lesquelles des données sur base consolidées existent, ces dernières sont indiquées en complément aux données sur base individuelle.

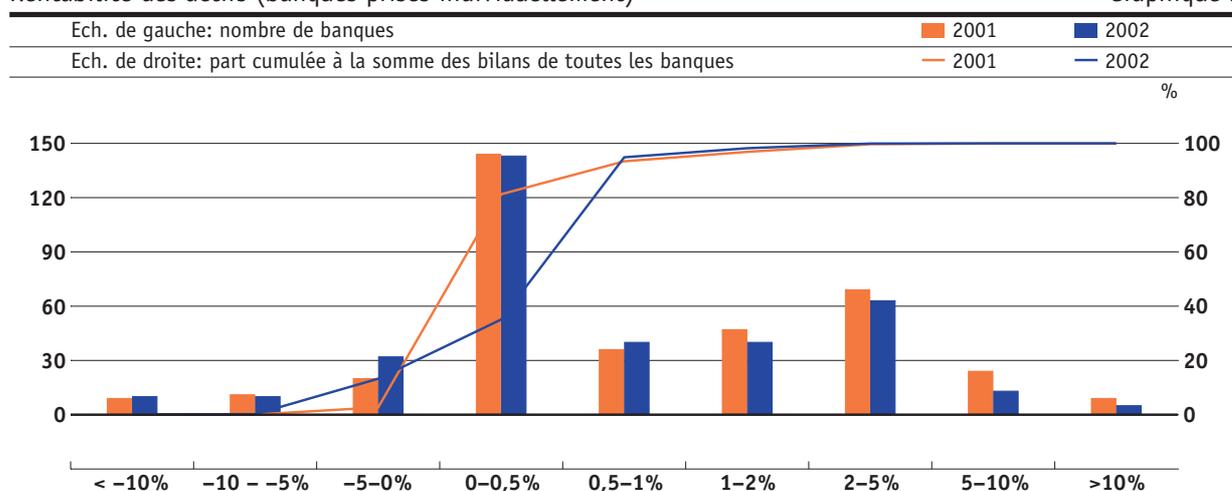
La diminution de la rentabilité s'est étendue à la plupart des catégories de banques.⁹ L'ampleur de la baisse a cependant varié fortement d'une catégorie à l'autre. Mesurée en termes de rentabilité des actifs, la baisse a été particulièrement marquée pour les grandes banques (sur base consolidée: -30 pb à 0,01%; sur base individuelle: -2 pb à 0,44%), les banques cantonales (-26 pb à -0,11%), les banques commerciales et boursières (-79 pb à 0,64%) ainsi que les banques privées (-143 pb à 1,07%). A l'inverse, les banques régionales (-8 pb à 0,37%) et les banques Raiffeisen (+6 pb à 0,46%) n'ont pas enregistré de variation substantielle de leur rentabilité.

La baisse des cours boursiers ainsi que le recul du volume des opérations de banque d'investissement - fusions, acquisitions et introductions en bourse - constituent les principaux facteurs ayant

contribué de manière systématique à la diminution de la rentabilité du secteur bancaire. En raison de leur forte orientation vers les activités liées aux marchés boursiers, les grandes banques, les banques commerciales et boursières ainsi que les banquiers privés ont été particulièrement affectés. La baisse des cours boursiers et le recul de l'activité de banque d'investissement ont entraîné une baisse (-11% à CHF 30,3 mia.) du revenu des opérations de commissions et de négoce, mais aussi des pertes en augmentation (sur base individuelle: +46% à CHF 6,2 mia.; sur base consolidée: +18% à CHF 9,1 mia.) sur les actifs immobilisés des banques.¹⁰ Ce fléchissement des revenus et ces pertes sur actifs n'ont pu être que partiellement compensés par une réduction des coûts opérationnels (-6% à CHF 34,8 mia.).

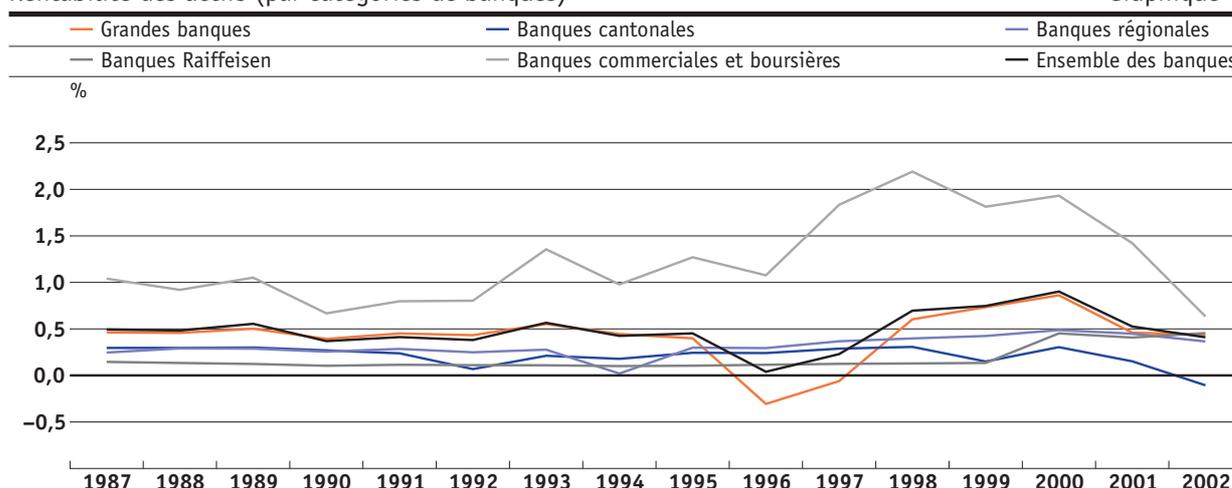
Rentabilité des actifs (banques prises individuellement)

Graphique 5



Rentabilité des actifs (par catégories de banques)

Graphique 6



9 Pour une description de la structure du secteur bancaire suisse et des différentes catégories de banques, voir encadré 1.

Graphique 5: Sources: BNS; CFB. Interprétation du graphique 5 (exemple): En 2001, 140 banques environ ont enregistré une rentabilité de leurs actifs comprise entre 0 et 0,5% (barre rouge). Pour la même année, les établissements dont la rentabilité des actifs était inférieure à 0,5% formaient 80% de la somme des bilans de toutes les banques (courbe rouge).

Graphique 6: Sources: BNS; CFB.

10 L'actif immobilisé inclut, en particulier, les titres d'entreprises propriété de la banque. Voir les directives régissant l'établissement des comptes (art. 23 à 27 OB) de la CFB.

L'évolution des revenus générés par les activités de crédit contraste avec celle des revenus tirés des activités de négoce et de commissions. Le résultat des activités de taux d'intérêts (-2,2% à CHF 22,3 mia.), ainsi que les besoins en termes de provisions pour les risques de crédit (+5,8% à CHF 7,3 mia.)¹¹ ont peu varié. Cette situation explique la relative robustesse de la rentabilité des banques régionales, des banques Raiffeisen et de la plupart des banques cantonales, pour lesquelles les activités de crédit constituent une part prépondérante (71%) des revenus.

On observe également une grande hétérogénéité au niveau de l'évolution de la rentabilité au sein d'une même catégorie de banque. Pour la catégorie des grandes banques et des banques cantonales, les chiffres agrégés reflètent l'influence dominante des pertes subies par un seul établissement, soit le CS Group du côté des grandes banques et la Banque Cantonale Vaudoise (BCV) du côté des banques cantonales. Pour le CS Group, l'amplitude des pertes est le reflet d'un profil caractérisé par une forte exposition aux marchés boursiers, au travers des activités d'assurance (Winterthur) et de banque d'investissement (CSFB). Pour la BCV, les pertes subies sont dues principalement à un choix inadéquat de la méthode de calcul des provisions à constituer et à des risques de crédit accumulés durant les années nonante, la dégradation récente de l'environnement économique et boursier n'ayant joué qu'un rôle mineur.

Perspectives¹²

Actuellement, les marchés financiers n'émettent guère de signes de reprise. Il faut donc s'attendre à ce que le résultat des commissions et des activités de négoce reste à un bas niveau en 2003. De surcroît, la concurrence est devenue plus âpre, en particulier du côté des banques d'investissement, d'où une pression accrue sur les marges. Dans le domaine du crédit également, les perspectives bénéficiaires se sont dégradées en raison de la faible conjoncture.

Dans ce contexte, si la situation conjoncturelle ne s'améliore pas, il est vraisemblable que la baisse de la rentabilité du secteur bancaire suisse se poursuive à moyen terme. En particulier, les catégories de banques jusque-là épargnées par une dégradation de l'environnement boursier et économique, pourraient voir leur rentabilité diminuer en 2003. Les efforts en matière de réduction des coûts devraient cependant contribuer à atténuer les conséquences, en termes de rentabilité, de la situation économique et boursière. En 2002, de nombreuses banques ont entrepris des démarches visant à accroître leur efficacité: en réalisant des projets de coopération ou des fusions (voir encadré 2) ou, dans le cas notamment des grandes banques, par le biais de mesures internes. Ces démarches s'inscrivent dans un processus qui a conduit, entre 1990 et 2002, à une réduction du nombre de banques (356 contre 625 en 1990), du nombre des comptoirs (3673 contre 5444) et de l'emploi dans le secteur bancaire en Suisse (104 500 contre 120 000).

11 Voir section 2.4 (risques).

12 Sources: BNS et CFB.

2.4 Risques

Pour évaluer les risques courus par les banques, la BNS dispose d'indicateurs relatifs à trois types de risques: le risque de crédit, le risque de taux d'intérêt et le risque de marché. A en juger par les prêts improductifs ainsi que par le montant des correctifs de valeurs et provisions, le risque de crédit des banques suisses a fléchi entre 2001 et 2002 et se trouve à un bas niveau. Le risque de taux d'intérêt est resté faible, tandis que le risque de marché s'est réduit légèrement. En résumé, les risques bancaires ont dans l'ensemble diminué en 2002. Il faut s'attendre cependant à ce que le risque de crédit augmente en 2003 en raison de l'environnement conjoncturel difficile.

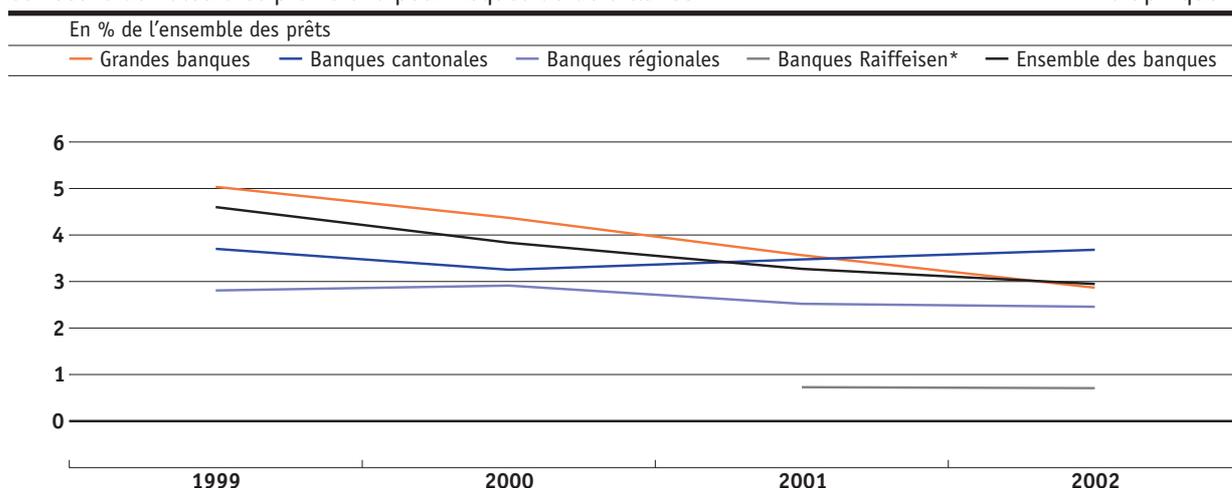
Diminution du risque de crédit malgré une conjoncture morose¹³

Le risque de crédit mesure le risque de défaillance de la contrepartie, c'est-à-dire le risque que celle-ci ne puisse effectuer les paiements d'intérêts convenus ni rembourser sa dette intégralement. Comme indicateur, on recourt aux correctifs de valeurs et provisions des banques. En effet, les correctifs de valeurs et provisions reflètent aussi bien la qualité actuelle moyenne (solvabilité) du portefeuille de crédits que les changements attendus dans la capacité de paiement des débiteurs.

Les correctifs de valeurs et provisions pour risques de défaillance représentaient 2,9% du total des crédits à fin 2002, contre 3,3% un an auparavant. De plus, le pourcentage des crédits improductifs¹⁴, en proportion du total des crédits, a fléchi, passant de 3,6% à 3,1%. En un an, la qualité moyenne du portefeuille de crédits s'est donc améliorée. Selon la catégorie de banques, le ratio des correctifs de valeurs et provisions pour risques de défaillance ainsi que celui des crédits improductifs varient entre 1% et 4% de l'ensemble des crédits accordés (voir graphiques 7 et 8). Ces différences proviennent surtout des structures diverses des portefeuilles de crédits. Ainsi, la part des créances hypothécaires dans l'ensemble des crédits¹⁵ atteint quelque 90% pour les banques régionales et banques Raiffeisen, 80% pour les banques cantonales, mais un peu plus de 40% seulement pour les grandes banques. Dans toutes les catégories de banques, quelque 90% des créances hypothécaires sont en premier rang.¹⁶ De ce fait, ces créances n'impliquent que très peu de risques et ne nécessitent donc que des correctifs de valeurs et provisions peu importants. Par ailleurs, plus de la moitié des créances sur la clientèle des banques régionales et des banques Raiffeisen sont gagées; en comparaison, la part des créances gagées est de quelque 40% seulement pour les banques cantonales et les grandes banques d'où, pour ces établissements, davantage de correctifs de valeurs et provisions à qualité égale de crédits.

Correctifs de valeurs et provisions pour risques de défaillance

Graphique 7



13 Sources: BNS, CFB et Wüest & Partner.

14 Les crédits improductifs sont des créances sur la clientèle et des placements hypothécaires à propos desquels l'encaissement des intérêts est considéré comme en péril ou pour lesquels plus aucun intérêt n'est calculé.

15 Créances hypothécaires et créances sur la clientèle.

16 Les crédits hypothécaires en premier rang sont des créances n'excédant pas les deux tiers de la valeur vénale des immeubles de logements ou la moitié de la valeur vénale des terrains à bâtir et immeubles commerciaux. Dans le cas des bâtiments destinés à l'artisanat d'importance ou à l'industrie, la limite est même d'un tiers.

Graphique 7: Sources: BNS; CFB.
* Les banques Raiffeisen fournissent ces données depuis 2001.

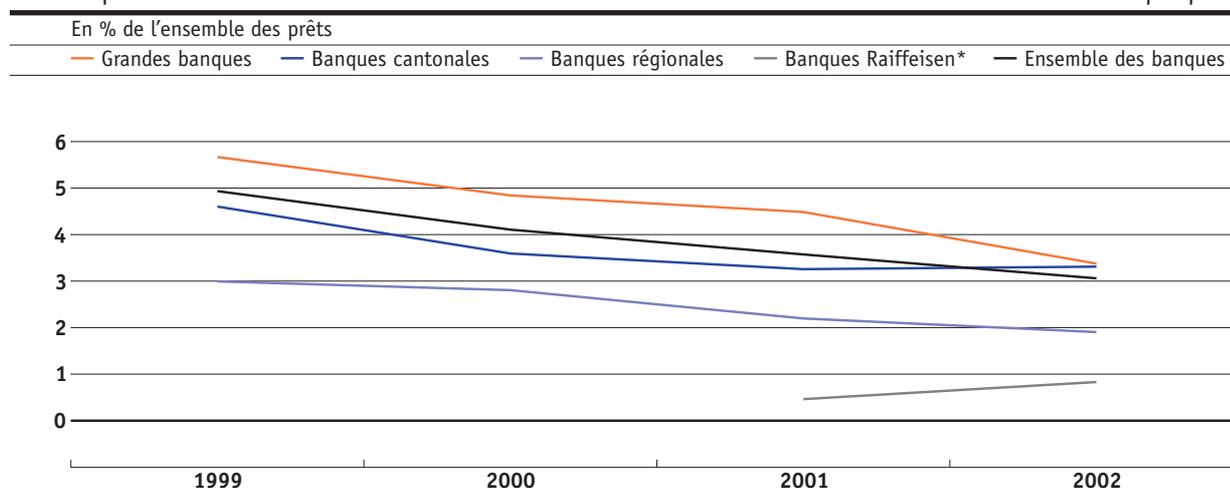
Par rapport à l'année précédente et au volume total des crédits, les correctifs de valeurs et provisions *nouvellement* constituées en 2002 n'ont que peu varié, passant de 0,72% en 2001 à 0,76% en 2002. Ainsi, le ratio des correctifs de valeurs et provisions nouvellement constituées est resté inférieur à sa moyenne des dix années précédentes, soit 1,15%. En examinant les diverses catégories de banques, on constate que ce taux était de 0,74% dans les banques cantonales, de 0,89% dans les grandes banques, de 0,36% dans les banques régionales et de 0,09% dans les banques Raiffeisen.

La bonne situation qui, en dépit de la conjoncture morose et de l'augmentation des faillites, caractérise les banques suisses dans le domaine des crédits résulte probablement des efforts accomplis ces dernières années pour améliorer continuellement la

qualité des prêts. En épurant leurs portefeuilles de crédits et en les améliorant (notamment en exigeant une plus grande couverture par des garanties ou en incitant les débiteurs à prendre des mesures pour améliorer leur situation), les banques sont parvenues à réduire la part des mauvais crédits. Si la conjoncture reste faible cette année, la situation des débiteurs actuellement solvables pourrait se dégrader. Dans ce cas, il faut s'attendre à une augmentation du risque de crédit. De plus, l'expérience montre que les indicateurs de qualité du crédit analysés dans cette section réagissent en général avec un certain retard aux changements conjoncturels (voir graphique 9). On doit dès lors s'attendre à ce que les effets du ralentissement de la croissance économique en 2002 se répercutent sur l'année en cours.

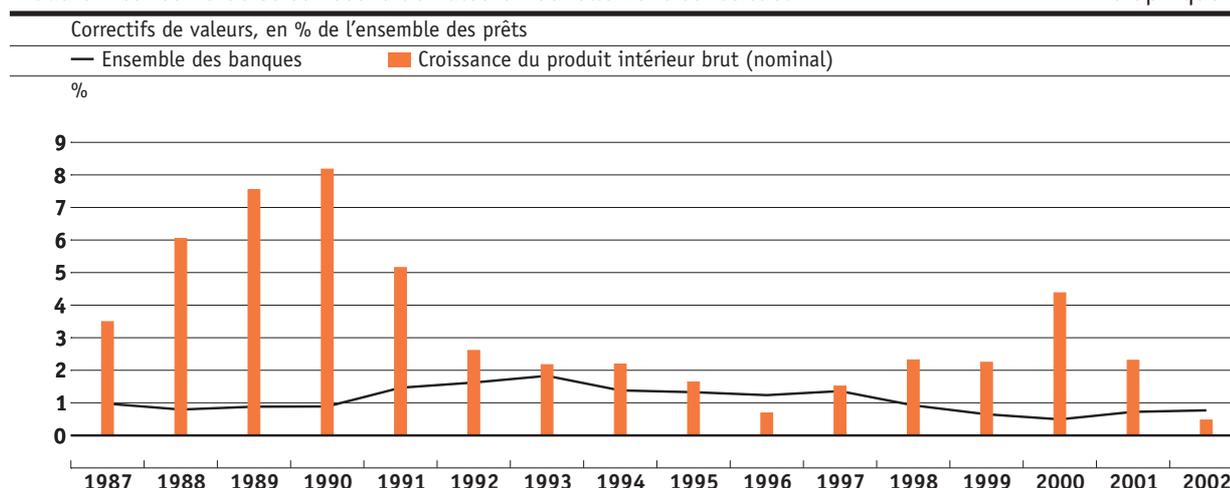
Prêts improductifs

Graphique 8



Produit intérieur brut et correctifs de valeurs nouvellement constitués

Graphique 9



Graphique 8: Sources: BNS; CFB.
* Les banques Raiffeisen fournissent ces données depuis 2001.

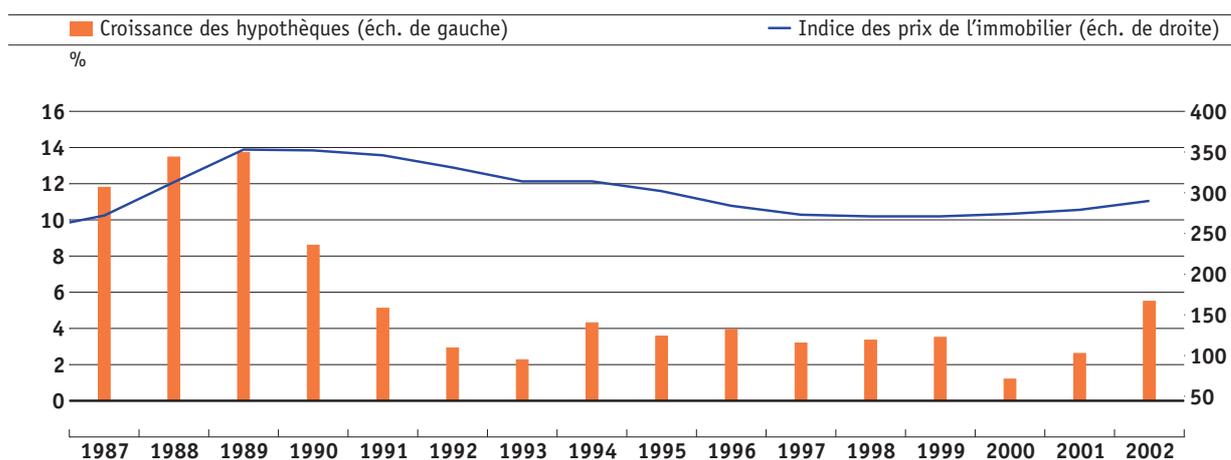
Graphique 9: Sources: BNS; CFB.

Dans une perspective de long terme, on constate que le volume des crédits a progressé ces dernières années de manière adéquate, compte tenu des conditions économiques. De 1992 à 2002, les créances hypothécaires ont augmenté de 3,3% en moyenne annuelle, alors que les prix de l'immobilier baissaient de 1,3%. Ces taux modérés contrastent avec les taux en vigueur à la fin des années quatre-vingt, lorsqu'une bulle spéculative dans le secteur immobilier était alimentée par une vive expansion des créances hypothécaires (voir graphique 10). Par ailleurs, l'ensemble des prêts à la clientèle a stagné ces dernières années. A fin 2002, les créances sur la clientèle suisse comme les créances sur la clientèle étrangère étaient à leur niveau de fin 1998 (voir graphique 11). Cela signifie que les banques se sont montrées circonspectes lors de leurs octrois de crédits et qu'elles n'ont pas cherché à accroître agressivement leurs prêts en assouplissant leurs critères d'octroi.¹⁷ Sur la base de ces éléments, aucun déséquilibre structurel – disproportion entre l'évolution des crédits et celle des données économiques fondamentales – n'apparaît, ni dans les créances hypothécaires, ni dans les créances sur la clientèle.

En 2002, les créances sur la clientèle suisse ont diminué de plus de 10%. Toutefois, ce fléchissement considérable apparaît, en partie tout au moins, comme une correction de l'augmentation de même amplitude qui avait eu lieu en 1999. Les données agrégées ne permettent pas d'attribuer le fléchissement à une diminution de la demande de crédits des entreprises ou à une réduction de l'offre de crédits des banques. Le recul des créances sur la clientèle ne constitue pas un problème en soi. Dans la mesure où les banques ont réduit délibérément leurs crédits pour limiter leurs risques, ce recul est positif sur le plan de la stabilité financière. Cependant, une politique de crédit excessivement restrictive peut, suivant les circonstances, accentuer un ralentissement de la conjoncture.

Hypothèques et prix de l'immobilier

Graphique 10



17 La forte augmentation des créances sur la clientèle étrangère entre 1996 et 1998 s'explique par l'évolution observée dans les grandes banques, qui ont modifié leur stratégie à cette époque et développé leur présence internationale.

Graphique 10:
Sources: BNS; Wüest & Partner.

Risque de taux d'intérêt à un bas niveau dans le portefeuille de banque¹⁸

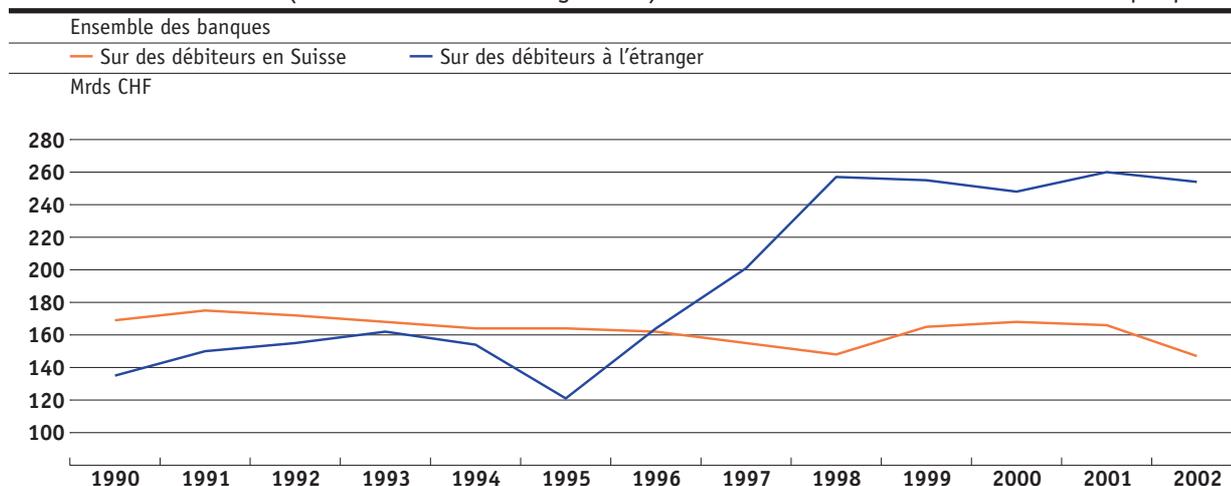
Il y a risque de taux d'intérêt lorsque les taux d'intérêt, à l'actif et au passif d'un bilan bancaire, sont fixés pour des durées qui divergent¹⁹. En principe, une banque finance ses crédits à long terme par des engagements à court terme. Cette transformation des échéances implique que les taux d'intérêt sont fixés pour des durées plus longues à l'actif qu'au passif. Dans ce cas, une hausse des taux d'intérêt réduit davantage la valeur actualisée des actifs que celle des passifs, conduisant à une baisse de la valeur nette de la banque. La statistique du risque de taux d'intérêt que la BNS dresse pour la CFB indique dans quelles proportions les diverses banques sont exposées à de telles variations de taux. A cette fin, les variations des valeurs actualisées des divers postes du

bilan et du hors-bilan sont calculées sur la base de scénarios de fluctuations des taux d'intérêt. Le total de ces fluctuations des valeurs actualisées – dans les postes aussi bien de l'actif que du passif – constitue la variation de la valeur actualisée nette des banques.

L'évaluation de la statistique du risque de taux d'intérêt montre que le système bancaire suisse est, dans son ensemble, bien assuré contre les risques de variations des taux. Un accroissement des taux d'intérêts de 200 pb, conduirait, en moyenne, à une diminution de la valeur actualisée nette du secteur bancaire qui correspond à 0,5% du total des fonds propres disponibles. Le risque de taux d'intérêt de la plupart des banques se situe aux environs de cette valeur moyenne. De gros écarts sont relativement rares (voir graphique 12).

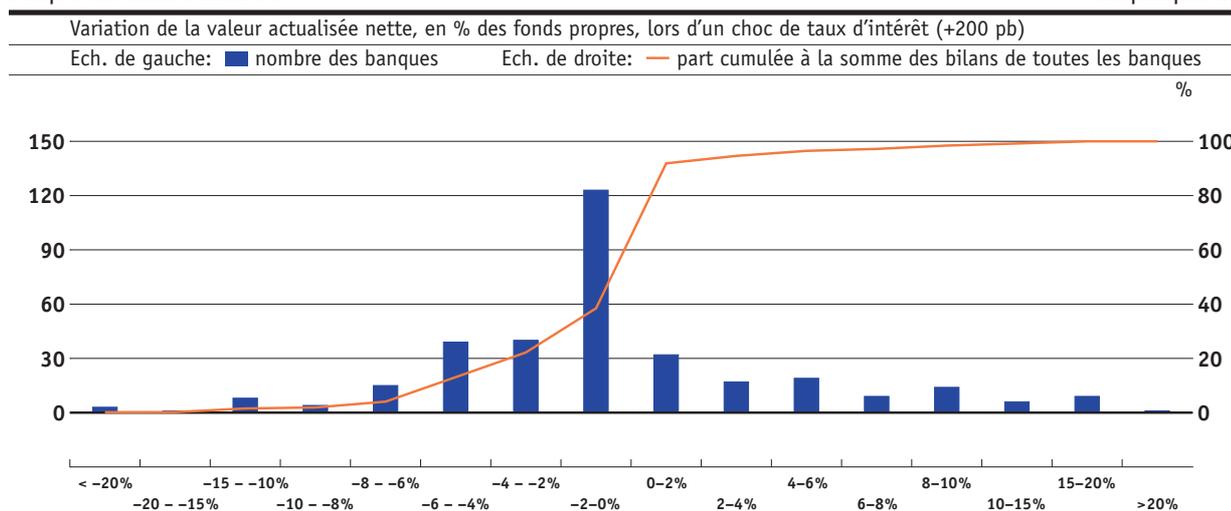
Créances sur la clientèle (assorties ou non d'une garantie)

Graphique 11



Risque de taux d'intérêt

Graphique 12



18 Sources: BNS et CFB.

19 Intervalle jusqu'à la prochaine fixation du taux.

Graphiques 11 et 12: Sources: BNS; CFB.

Du fait que les banques financent, en principe, des crédits à long terme par des engagements principalement à court terme, le bas niveau du risque de taux d'intérêt des banques suisses peut surprendre. Cette situation s'explique en partie par le fait que les taux d'intérêts sont souvent fixés pour des durées courtes même pour des prêts de longue durée. Les prêts hypothécaires à taux d'intérêt variable en sont le meilleur exemple. De plus, les banques se financent non seulement par les dépôts à vue, mais également – et dans une proportion considérable – par des engagements à long terme (emprunts obligataires, emprunts auprès des centrales d'émission de lettres de gages). Ces éléments contribuent à réduire l'écart entre les échéances effectives des actifs et des passifs bancaires.

Il faut relever cependant que la statistique du risque de taux d'intérêt ne prend pas en compte l'ensemble des risques liés à un accroissement des taux. Lors d'une forte hausse des taux d'intérêts par exemple, davantage de débiteurs dont la dette est à taux variable ont tendance à se heurter à des difficultés de paiement. Cette situation conduit à un accroissement du risque de crédit qui n'est pas pris en considération dans la statistique du risque de taux d'intérêt. Il convient de souligner également que la présente estimation du risque de taux d'intérêt repose en partie sur des hypothèses formulées par les banques quant à leurs possibilités de répercuter les fluctuations de taux d'intérêt sur leurs clients.²⁰

Légère réduction du risque de marché²¹

Le risque de marché découle des gains et pertes résultant de variations des cours du marché. Ces risques de cours se rapportent notamment aux portefeuilles de titres de négoce, aux placements financiers et aux participations non consolidées des banques²². A fin 2002, les risques de marché atteignaient 8,5% des fonds propres exigibles pour l'ensemble du secteur bancaire (fin 2001: 9,3%). Pour les grandes banques (données consolidées) ce taux était de 11,3% (fin 2001: 11,9%), pour les banques cantonales de 8,8% (9,3%), pour les banques régionales de 4,7% (4,6%) et, pour les banques Raiffeisen, de 2,6% (3,3%). Dans l'ensemble, l'exposition des banques suisses aux risques de marché a donc légèrement diminué entre 2001 et 2002.

Sur la base de ces chiffres, il apparaît que les risques de marché *directs* – à savoir les risques liés à la perte de valeur du propre portefeuille de titres d'une banque – constituent, par leur amplitude, une source de risque secondaire pour le secteur bancaire

suisse. Il faut toutefois relativiser ces chiffres à deux égards. Premièrement, les risques *indirects* résultant des marchés financiers ne sont pas pris en considération par cette mesure. Ces risques résultent, par exemple, de la dépendance entre l'évolution des marchés financiers et les résultats de la gestion de titres et de la banque d'investissement. Par le biais de cette relation, les fluctuations des marchés financiers constituent une source de risque, car elles affectent le résultat des banques, bien qu'aucune position correspondante ne figure dans un bilan bancaire²³. Deuxièmement, la mesure du risque adoptée ne prend en considération que les variations éventuelles de valeur des positions financières et ne les met pas en relation avec les charges des banques. Un bénéfice en baisse dans les activités de négoce peut entraîner une perte pour une banque ayant des coûts de fonctionnement fixes élevés. Ce risque peut être substantiel. Ainsi, le résultat des opérations de négoce de toutes les banques a fléchi, passant de 12,4 milliards de francs en 2000 à 7,5 milliards en 2002. En cas de coûts inchangés, cette évolution impliquerait une réduction du bénéfice de près de 5 milliards de francs.

20 Pour des positions telles que les dépôts à vue, les dépôts d'épargne et certaines hypothèques, la procédure d'ajustement du taux d'intérêt n'est pas spécifiée expressément dans le contrat. Pour ces positions, les banques doivent donc faire une hypothèse sur la manière dont le taux d'intérêt sera ajusté.

21 Sources: BNS et CFB.

22 Pour mesurer le risque de marché des banques, nous nous basons sur la part des exigences de fonds propres qui reflètent des positions impliquant un risque de marché.

23 Pour l'influence que ces risques indirects des marchés financiers peuvent avoir sur les bénéfices des banques, voir chiffre 2.3 ci-dessus.

2.5 Fonds propres

Les fonds propres des banques ont légèrement diminué entre fin 2001 et fin 2002. Dans l'ensemble, la capitalisation du secteur bancaire reste cependant adéquate et seuls quelques établissements sont caractérisés par un faible niveau de capitalisation. En comparaison historique et internationale, la capitalisation du secteur bancaire suisse peut être qualifiée de bonne.

Réglementation

La législation bancaire suisse fixe des exigences minimales en matière de fonds propres²⁴. En règle générale, tous les postes de l'actif, mais également les opérations hors bilan doivent être en partie couverts par des fonds propres. L'exigence en matière de fonds propres varie d'une position à l'autre, en principe, en fonction du risque sous-jacent à cette position. Ce risque dépend en particulier de la qualité des contreparties et de la présence ou non de garanties. Cette hétérogénéité en termes de risques est prise en compte par le biais d'une pondération qui varie d'une position à l'autre en fonction du risque. Les exigences légales prévoient que 8% de ces positions pondérées par le risque doivent être couvertes à tout moment par des fonds propres (fonds propres exigibles).

Les fonds propres pouvant être *pris en compte* sont constitués de trois éléments, à savoir les fonds propres de base, les fonds propres complémentaires et les fonds propres supplémentaires. Sont considérés comme fonds propres de base: le capital libéré, les réserves apparentes et une partie déterminée du bénéfice. Les réserves latentes, les emprunts subordonnés et certains instruments hybrides, telles les obligations obligatoirement convertibles, forment les fonds propres complémentaires. Quant aux fonds propres supplémentaires, ils sont formés des engagements qui sont libres de gage, de rang subordonné et intégralement libérés et qui, de surcroît, sont assortis d'une clause de verrouillage. Celle-ci interdit le versement des intérêts et du principal si ce versement devait amener les fonds propres de la banque au-dessous du minimum exigé.

Si les fonds propres pouvant être pris en compte dépassent les fonds propres exigibles, la banque a un *excédent de fonds propres*. Le pourcentage des fonds propres pouvant être pris en compte par rapport aux positions pondérées en fonction des risques constitue le *ratio de fonds propres pondéré en fonction des risques*. Quant au *ratio non pondéré*, il correspond

au pourcentage des fonds propres pouvant être pris en compte par rapport à la somme du bilan.

Légère diminution des fonds propres pouvant être pris en compte²⁵

Entre fin 2001 et fin 2002, les *fonds propres pouvant être pris en compte* de l'ensemble du secteur bancaire se sont repliés de 2,7%. Ils sont restés stables ou ont augmenté pour les banques qui concentrent leurs activités sur les opérations de crédit: -0,2% pour les banques cantonales, +1,3% pour les banques régionales et +9,9% pour les banques Raiffeisen. L'accroissement observé auprès des banques Raiffeisen s'explique en majeure partie par le fait que le nombre des établissements fournissant des données a progressé de 37 unités. Pour les banques cantonales, un fléchissement dû aux pertes massives de la BCV²⁶ a pu être évité grâce à la recapitalisation de cette dernière. En revanche, les grandes banques ont enregistré une diminution de 6,3% de leurs fonds propres. Sur une base consolidée, le recul a été encore plus marqué: -7,7% pour l'ensemble des fonds propres pouvant être pris en compte, et -8,6% pour les fonds propres de base. Ce recul s'explique en particulier par une baisse des produits et par une augmentation des amortissements, mais également par des programmes de rachat d'actions.

Parallèlement, la somme des actifs pondérés en fonction des risques du secteur bancaire et, par conséquent, les *fonds propres exigibles* ont également diminué. Les fonds propres exigibles ont diminué de 4,1% pour l'ensemble des banques et de 5,8% pour les grandes banques (-8,5% sur base consolidée). Cette évolution, qui coïncide avec un accroissement de la somme des bilans, s'explique par une diminution des actifs à prendre en compte dans le calcul des fonds propres exigibles²⁷ ainsi que par une modification de la structure des actifs; en effet, la part des actifs dont les coefficients de pondération sont élevés a été réduite, alors que celle des actifs assortis de coefficients plus faibles a augmenté.

Stabilité des ratios de fonds propres pondérés²⁸

Dans l'ensemble, la conjonction morose et la baisse des cours des actions n'ont pas eu d'effets substantiels sur les ratios de fonds propres du secteur bancaire. Les *ratios de fonds propres pondérés* sont dans l'ensemble restés stables: les excédents de fonds propres (fonds propres disponibles, en pourcentage des fonds propres exigibles), ont légèrement diminué pour les grandes banques (-2% sur base individuelle; -0,4% sur base consolidée), pour les

24 Voir l'ordonnance sur les banques, art. 11 à 14.

25 Sources: BNS et CFB.

26 Voir à ce sujet le chiffre 2.3 ci-dessus.

27 Tous les actifs ne doivent pas être couverts par des fonds propres. Par ailleurs, certaines

créances peuvent être compensées par des engagements, ce qui peut réduire le montant des actifs pris en considération dans le calcul des fonds propres exigibles (art. 12f de l'ordonnance sur les banques).

28 Sources: BNS et CFB.

banques cantonales (-3,1%) et pour les banques régionales (-0,3%). Ils ont par contre augmenté pour les banques Raiffeisen (+8,9%) (voir graphique 13).

Dans une perspective de long terme, la capitalisation des banques suisses reste bonne (voir graphique 14). Depuis 1989, la capitalisation pondérée en fonction des risques de la plupart des banques a considérablement augmenté. De 1989 à 2002, le pourcentage des banques ayant un excédent de fonds propres égal ou inférieur à 20% a fléchi, passant de 28% à un peu plus de 2%. Ainsi, la proportion des banques faiblement capitalisées a fortement diminué.

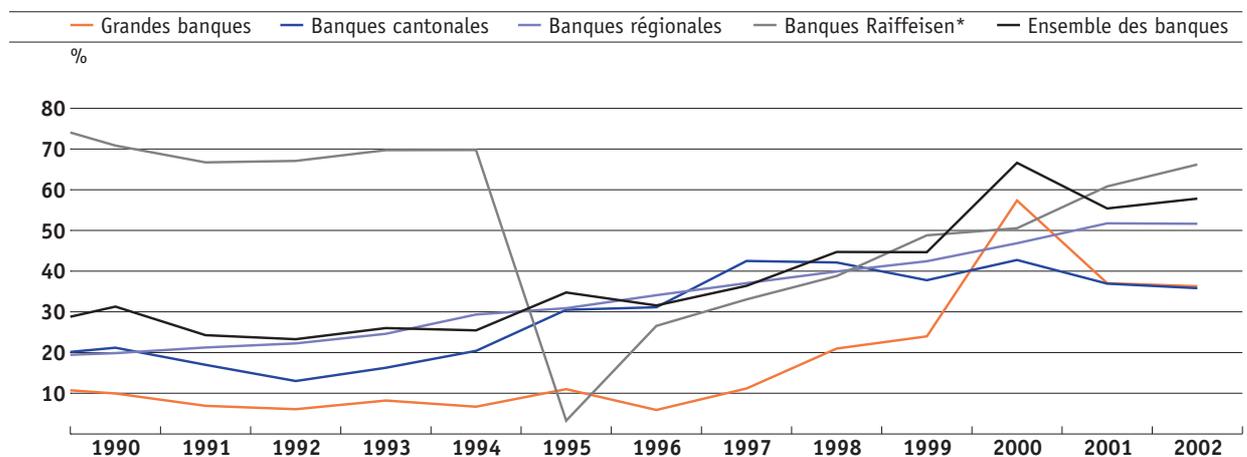
Les *ratios non pondérés* (fonds propres pouvant être pris en compte en pour-cent de la somme du bilan) ont de leur côté légèrement diminué pour toutes les catégories de banques (secteur bancaire: -3,7%; banques cantonales: -2,8%; banques régionales: -0,2%; banques Raiffeisen: -2,3%). Pour les grandes banques, ils ont reculé de 8,1% (2,7% sur base consolidée) (voir graphique 15).

Image contrastée des grandes banques²⁹

Contrairement aux autres catégories de banques, les grandes banques enregistrent depuis quelques années une *évolution divergente des deux ratios de capitalisation*. Leurs ratios pondérés en fonction

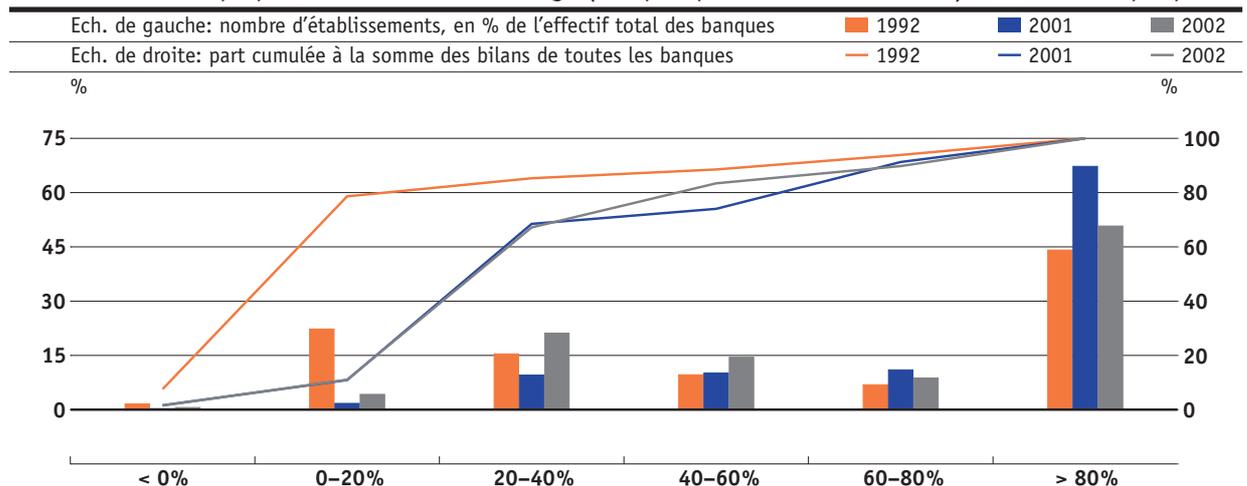
Excédent de fonds propres, en % du montant exigé (par catégories de banques)

Graphique 13



Excédent de fonds propres, en % du montant exigé (banques prises individuellement)

Graphique 14



Graphique 13: Sources: BNS; CFB.
* Une part importante des fonds propres des banques Raiffeisen est constituée des versements supplémentaires auxquels se sont engagés les sociétaires. Depuis 1995, ces versements supplémentaires ne peuvent

être comptés qu'en partie comme fonds propres, ce qui explique la forte diminution observée cette année-là. Ils ne seront plus comptés comme fonds propres après la mise en vigueur du nouvel accord de Bâle.

Graphique 14: Sources: BNS; CFB.

29 Sources: BNS, CFB et rapports de gestion.

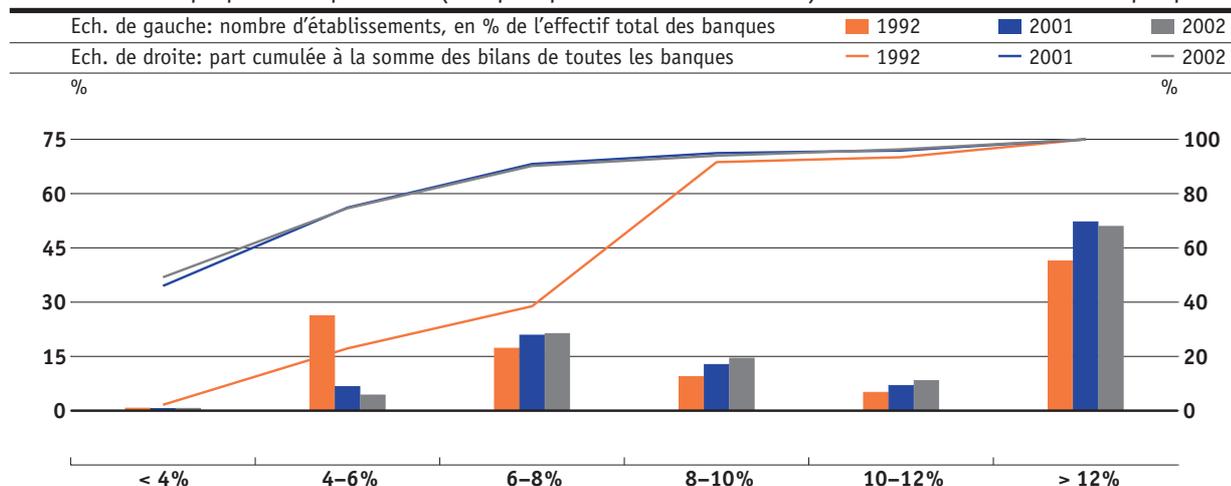
des risques ont tendance à augmenter, alors que les ratios non pondérés diminuent. Par rapport à la somme de leur bilan, les grandes banques disposent ainsi de toujours moins de fonds propres; par rapport aux fonds propres exigibles, elles détiennent cependant des excédents toujours plus élevés.

Cette divergence se manifeste clairement sur le plan international (voir graphique 16): comparées à un échantillon de 50 des principales banques internationales des Etats-Unis, du Japon et d'Europe, les deux grandes banques suisses³⁰ affichent les ratios pondérés les plus élevés³¹ et les ratios de fonds propres non pondérés³² les plus faibles. Cette situa-

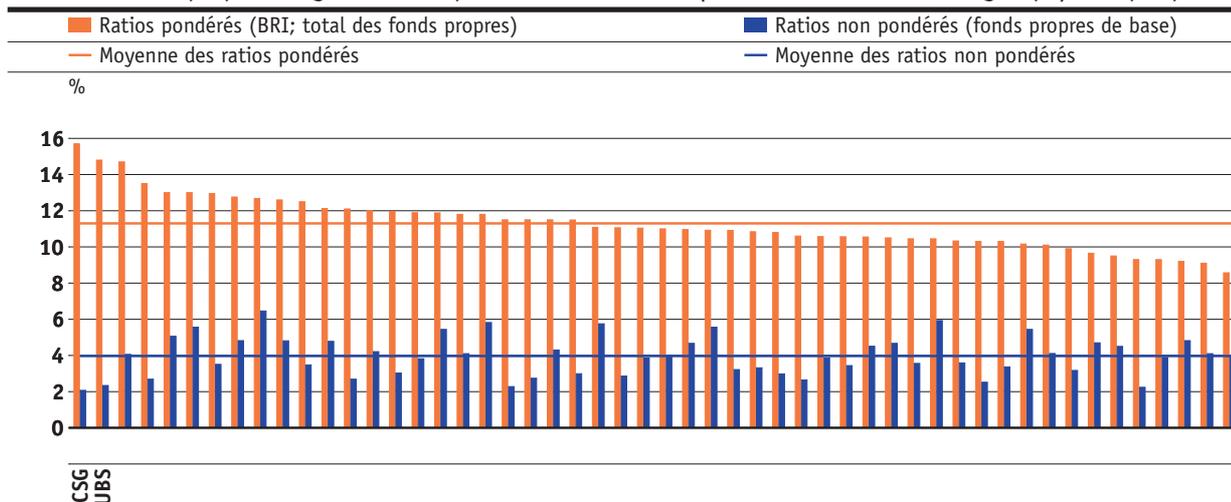
tion s'explique partiellement par la part importante (27%), en comparaison internationale, des créances interbancaires dans les bilans des banques suisses. En outre, les créances hypothécaires et les autres créances gagées sur la clientèle forment 18% de la somme des bilans des grandes banques. Ces deux éléments aboutissent à une somme de bilan relativement élevée, mais que les dispositions régissant les fonds propres considèrent comme étant peu exposée aux risques. Si l'on tient compte uniquement des actifs devant être couverts par des fonds propres et non de la somme totale du bilan, le ratio non pondéré des grandes banques atteint 5,2% et non 3,7%.³³

Ratios de fonds propres non pondérés (banques prises individuellement)

Graphique 15



Ratios de fonds propres de grandes banques internationales* (consolidés au niveau du groupe) Graphique 16



30 Chiffres sur base consolidée.

31 Fondation – risque d'après les normes de la Banque des Règlements Internationaux.

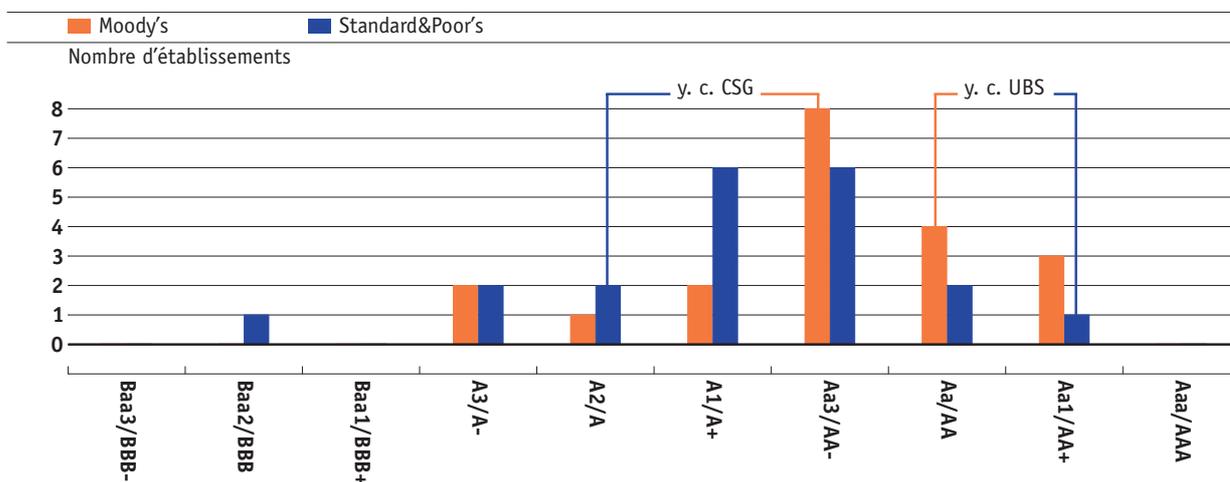
32 Fonds propres de base, en pour-cent de la somme du bilan.

33 Les ratios ont été calculés sur base individuelle et divergent

par conséquent des ratios du graphique 16, calculés sur base consolidée.

Graphique 15: Sources: BNS; CFB.

Graphique 16: Sources: rapports de gestion 2001. * Sont prises en considération, selon «The Banker» (juillet 2002), les cinq plus grandes banques des USA, du Canada, du Japon et de tous les pays européens, à condition qu'elles aient une somme du bilan supérieure à 100 milliards de dollars.



2.6 Evaluation de la solidité des banques suisses par les marchés

L'évaluation par les marchés financiers de la solidité d'une banque se reflète notamment dans les notations, les écarts sur rendements des obligations et le cours des actions. Sur la base de ces indicateurs, la situation du secteur bancaire suisse apparaît relativement bonne, mais elle s'est dégradée sensiblement au cours des dernières années. Cette évolution est avant tout le reflet des difficultés subies par un petit nombre d'établissements.

Tendance à la rétrogradation des notations³⁴

Sur les 356 banques établies en Suisse, 20 établissements sont notés par Moody's et/ou Standard & Poor's. En 2002, ces agences ont rétrogradé la Banca del Gottardo d'un rang, tandis que le CS et CSFB ont perdu deux rangs; en revanche, Moody's a relevé la notation de la Valiant Bank. A quelques exceptions près, tous les établissements continuent de disposer d'une notation allant de «moyennement élevée» à «très élevée». Les agences décernent, outre une notation, un «Outlook», soit une estimation de l'évolution à moyen terme de la notation. Dans les deux agences, le solde entre les améliorations et les dégradations des perspectives est négatif dans le cas des banques suisses. Tendanciellement, il faut donc s'attendre à un nouvel abaissement des notations.

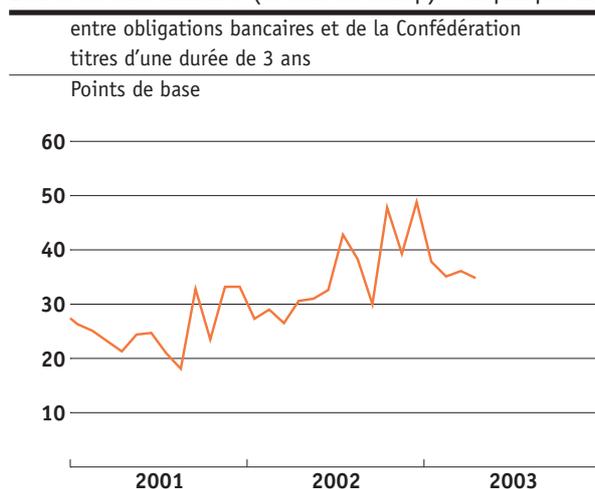
Une comparaison des deux grandes banques suisses avec 18 des principales banques mondiales montre que UBS fait partie des établissements ayant la notation la plus élevée, alors que le CS Group figure en milieu de tableau (voir graphique 17). En 2002, le

CS Group a vu sa notation abaissée à «A» (Standard & Poor's), c'est-à-dire de deux rangs, et ses perspectives rétrogradées à «Aa3 négatif» (Moody's), c'est-à-dire d'un rang. Quant à UBS, seules ses perspectives ont été abaissées à «AA+ négatif» par Standard & Poor's. Il convient cependant de relever que les notations et/ou les perspectives de près de la moitié de ces grandes banques mondiales ont été revues à la baisse.

Creusement de l'écart entre les rendements des obligations bancaires et fédérales³⁵

L'écart entre les rendements des obligations bancaires et des titres émis par la Confédération est un autre indicateur de l'appréciation faite par les marchés de la solidité des banques. Plus le risque de crédit est considéré comme élevé et plus la liquidité d'une obligation est faible, plus grand sera l'écart

Ecarts de rendements (toutes les banq.) Graphique 18



34 Sources: Moody's und Standard & Poor's.

Graphique 17: Sources: Moody's; Standard & Poor's, mai 2003.

* Sont prises en considération, selon «The Banker» (juillet 2002), 20 des plus grandes banques au niveau mondial, à condition qu'elles aient une notation à la fois de Moody's et de Standard & Poor's.

Graphique 18: Source: BNS.

35 Sources: BNS, CFB et Thomson Financial Datastream.

entre le rendement de ce titre et celui d'une obligation de la Confédération considérée comme non risquée. Dans l'ensemble, on constate que, depuis le milieu de 2001, l'écart entre l'indice des obligations émises par 21 banques suisses et l'indice des obligations fédérales s'est creusé (voir graphique 18). Son augmentation est due avant tout à l'évolution des titres de deux banques cantonales (la BCGE et la BCV) et du CS Group (voir graphique 19). Depuis le début 2003, l'écart entre le rendement des obligations bancaires et fédérales s'est légèrement réduit.

Diminution de la capitalisation boursière des banques

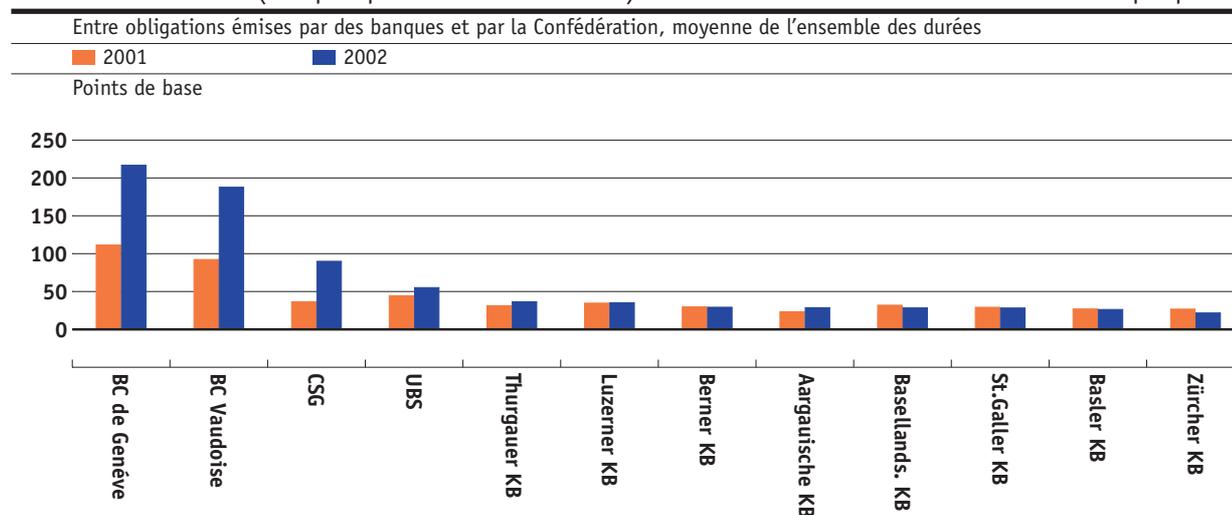
La capitalisation boursière d'une banque indique à combien les marchés estiment la valeur actuelle nette de cet établissement. Ainsi, l'évolution

d'un indice boursier groupant des valeurs bancaires peut servir d'indicateur de la valeur attribuée par les marchés aux banques entrant dans la composition de l'indice.

Abstraction faite d'un effondrement en 1998, l'indice bancaire du SPI a progressé jusqu'au début de 2001. Depuis cette date, l'indice est en recul (voir graphique 20). Une comparaison avec les indices correspondants des Etats-Unis et d'Europe montre que l'évolution a été analogue à l'étranger, mais que l'amplitude des mouvements y a été plus faible. Cela s'explique en grande partie par le moindre degré de diversification de l'indice bancaire du SPI et par le rôle dominant joué par les deux grandes banques. Les trois indices se situent actuellement à un niveau proche de celui atteint en 1997.

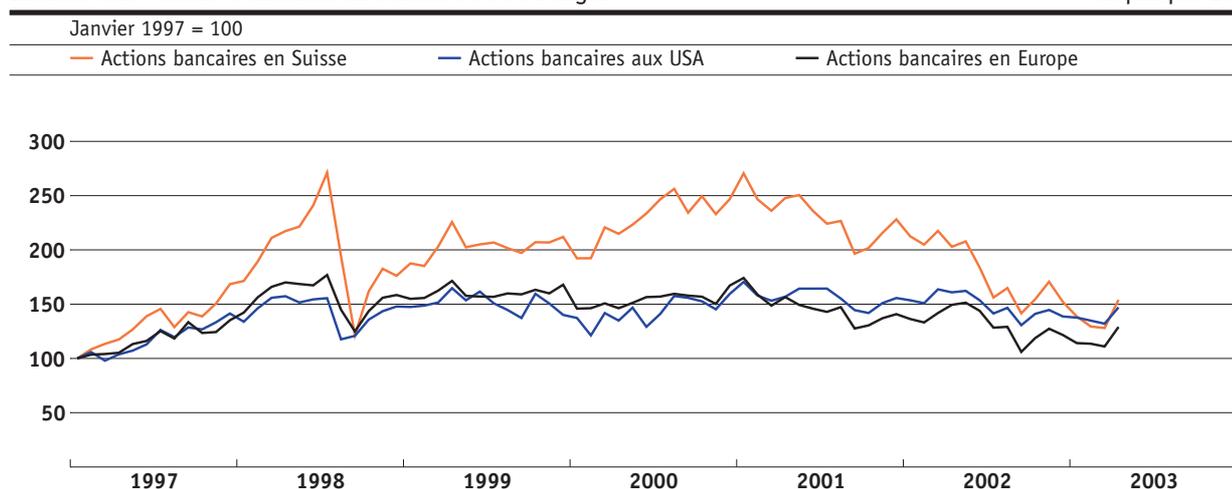
Ecarts de rendements (banques prises individuellement)

Graphique 19



Indices des valeurs bancaires en Suisse et à l'étranger

Graphique 20



Graphiques 19 et 20:
Source: Thomson Financial
Datastream.

Dans sa statistique bancaire, la Banque nationale suisse répartit les établissements dans différentes catégories, dont les plus importantes sont: les grandes banques, les banques cantonales, les banques régionales et caisses d'épargne, les banques Raiffeisen, les banques commerciales et boursières et les banquiers privés.

Grandes banques: La catégorie des grandes banques, qui se compose du Credit Suisse (CS), du Credit Suisse First Boston (CSFB) et de l'UBS, est de loin la plus importante si l'on prend comme critères la somme du bilan, le bénéfice et l'effectif du personnel. Il s'agit de banques universelles, qui offrent à leur clientèle toute une gamme d'opérations bancaires en Suisse et à l'étranger. A fin 2002, la part des grandes banques dans la somme du bilan de toutes les banques suisses atteignait 64%; le solde de 36% se répartissait entre plus de 350 établissements. A la même date, leur part dans l'ensemble des crédits en Suisse – créances sur la clientèle suisse et crédits hypothécaires – se chiffrait à 35%. Les grandes banques jouent également un rôle important dans les opérations interbancaires, la gestion de fortune et les opérations sur produits dérivés.

Banques cantonales: Cette catégorie regroupe des établissements dont plus d'un tiers du capital social et des droits de vote doivent être détenus par un canton. Le canton peut en outre garantir l'intégralité ou une partie des engagements de l'établissement. Les banques cantonales sont en général des banques universelles mettant l'accent sur les fonds d'épargne et les crédits hypothécaires. A fin 2002, la somme des bilans des 24 banques cantonales représentait 14% de la somme des bilans du secteur bancaire et elles détenaient une part de 34% dans l'ensemble des crédits en Suisse.

Banques régionales et caisses d'épargne: Les banques régionales et caisses d'épargne (ci-après les «banques régionales») exercent pour la plupart des activités semblables à celles des banques cantonales, mais leur champ d'activité géographique est en général plus restreint. Ces établissements sont en majorité membres de l'Union des Banques Régionales Suisses (RBA). Le RBA-Holding offre aux banques régionales qui y sont rattachées de nombreux ser-

vices. A fin 2002, 4% de la somme des bilans de toutes les banques suisses et 10% des crédits en Suisse revenaient aux banques régionales.

Banques Raiffeisen: Les banques Raiffeisen sont groupées au sein de l'Union Suisse des Banques Raiffeisen. L'Union garantit tous les engagements des banques membres, et celles-ci répondent des engagements de l'Union. Ces établissements, des coopératives, sont organisés selon une structure fédéraliste. Les sociétaires, au nombre d'un million environ, détiennent des parts sociales et sont copropriétaires des banques Raiffeisen. A fin 2002, la part de ces établissements dans la somme du bilan de toutes les banques s'inscrivait à 4%, et leur part dans le marché suisse du crédit, à 11%.

Banques commerciales et boursières: Les banques commerciales sont en général des banques universelles pour lesquelles les crédits au commerce, à l'industrie et à l'artisanat ainsi que, dans une moindre mesure, les prêts hypothécaires jouent un rôle important. Les banques boursières sont spécialisées dans les opérations boursières, les transactions sur titres et la gestion de fortune. A la fin 2002, la part de ces établissements dans la somme du bilan de toutes les banques s'élevait à 5% et leur part dans le marché suisse des crédits à 6%.

Banquiers privés: Les banquiers privés sont essentiellement actifs dans la gestion de fortune, activité qui ne se reflète que partiellement dans le bilan. Leur part dans le marché domestique des crédits s'élève à fin 2002 à 0,2%, tandis que celle dans la somme du bilan de toutes les banques est de 0,7%. Aussi longtemps qu'un banquier privé ne fait pas appel au public pour obtenir des fonds en dépôt, il n'est pas tenu, contrairement aux autres banques, de satisfaire les exigences légales en matière de fonds propres et de publication de bilan. Les banquiers privés sont établis sous la forme de raisons individuelles, de sociétés en nom collectif ou de sociétés en commandite et ils répondent de leurs engagements sur leur fortune personnelle.

Pour de plus amples informations et données, voir «Les banques suisses», une publication annuelle de la BNS.

Banques régionales: Dix des principaux établissements membres du RBA-Holding ont signé une convention visant notamment à réaliser des projets communs dans les domaines de l'informatique et de la gestion de fortune. En décembre 2002, la Luzerner Regiobank, l'IRB Interregio Bank et la Valiant Bank ont en outre fusionné dans le cadre du Valiant Holding; par la somme de son bilan, celui-ci est ainsi entré dans le cercle des 15 plus grandes banques suisses. Des banques régionales petites et moyennes ont également décidé d'intensifier leur collaboration. Ainsi, 32 banques RBA ont fondé le groupe contractuel Clientis. Il est prévu que Clientis AG entre en exploitation en 2004. Finalement, diverses petites banques

régionales ont fusionné ou repris d'autres établissements de la même catégorie.

Banques Raiffeisen et banques cantonales: Le groupe Raiffeisen et huit banques cantonales (Appenzel, Fribourg, Glaris, Lucerne, Nidwald, Obwald, Saint-Gall et Thurgovie) ont décidé d'ouvrir un établissement commun spécialisé dans le traitement des opérations sur titres.

Banquiers privés: Au cours de l'été 2002, Darier Hentsch & Cie et Lombard Odier & Cie ont fusionné et constitué Lombard Odier Darier Hentsch & Cie. En outre, la Rabobank, un établissement néerlandais, a acquis 28% de la Banque Sarasin & Cie SA.

3 Infrastructure des marchés financiers

3.1 Introduction

Une infrastructure des marchés financiers sûre et efficace est une condition importante à la stabilité du système financier. Une telle infrastructure comprend, outre les bourses, les systèmes de compensation et de règlement des paiements et opérations sur titres, droits-valeurs et autres instruments financiers (ci-après «systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres»).

Les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres comportent divers risques (voir encadré 3). Ceux qui peuvent engendrer des risques systémiques, et donc mettre en péril la stabilité du système financier, sont qualifiés de systèmes d'importance systémique. En cas de fortes difficultés opérationnelles, de tels systèmes peuvent entraîner de gros problèmes de crédit et de liquidité chez les participants. De plus, les problèmes de crédit ou de liquidité d'un participant peuvent se transmettre à d'autres par l'intermédiaire du système. Les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres d'importance systémique peuvent donc être aussi bien la cause d'une crise systémique que le canal de propagation d'une telle crise. Diverses mesures peuvent réduire le risque systémique. Par exemple, des mesures organisationnelles et techniques permettent de restreindre les risques opérationnels d'un système ainsi que d'améliorer la prévention des crises et la capacité de résistance à celles-ci. En outre, des règles et instruments appropriés peuvent réduire la probabilité d'une propagation des problèmes de crédit et de liquidité.

Déterminer quels systèmes revêtent une importance systémique ne relève pas d'une science exacte. En pratique, on peut toutefois recourir à divers critères, par exemple la valeur totale ou le montant des diverses transactions traitées par le système, le type de transactions (opérations de change, opérations sur les marchés monétaire et financier) et le fait que le système soit raccordé ou non à d'autres. Dans l'optique de la BNS, il importe aussi de savoir si le système sert à traiter ou à régler des opérations liées à la mise en œuvre de la politique monétaire. Sur la base de ces critères, les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres qui sont d'importance systémique pour le système financier suisse comprennent, au moins, le système de paiement Swiss Interbank Clearing (SIC), le système de règlement des opérations sur titres SECOM, le système de paiement multidevises Continuous Linked Settlement (CLS) et la contrepartie centrale SIS x-clear. Ces systèmes sont brièvement décrits ci-dessous et analysés sous l'angle des risques de crédit et de liquidité ainsi que des risques opérationnels qu'ils comportent. Enfin, nous examinons deux évolutions réglementaires qui sont en rapport direct avec le développement d'une infrastructure des marchés financiers sûre et efficace.

3.2 Risques de crédit et de liquidité

SIC et SECOM

Exploité depuis 1987 par Swiss Interbank Clearing AG, le Swiss Interbank Clearing (SIC) est un système de règlement brut en temps réel (RBTR) doté d'un mécanisme de file d'attente. Les ordres de paiement sont exécutés continuellement, individuellement et sur une base brute, mais uniquement à la condition que le mandant dispose d'avoirs suffisants sur son compte de virements à la BNS. Si la couverture est insuffisante, l'ordre de paiement est automatiquement placé dans un fichier d'attente jusqu'à ce que la condition de couverture soit remplie. Pour faciliter la gestion des liquidités, les participants au système disposent en temps réel de toutes les informations importantes, en particulier celles afférentes à l'état de leur compte et à leurs paiements en attente. De plus, la BNS met à leur disposition une facilité qui leur permet d'obtenir des liquidités intrajournalières. Ces dernières sont fournies grâce à des pensions de titres intrajournalières, sans intérêt, qui peuvent être lancées sur la plate-forme de négoce Eurex Repo et exécutées en quelques secondes par le SIC et le SECOM. On trouvera une description détaillée du SIC sur le site www.snb.ch.

Exploité par la SIS SegInterSettle AG (SIS), le système de règlement des opérations sur titres SECOM est relié au SIC depuis 1995. Ce raccordement permet de régler continuellement les transactions sur titres selon le principe livraison contre paiement et sur une base brute. Il en résulte que la livraison des titres et le règlement monétaire correspondant ont lieu simultanément, à la date de valeur. En règle générale, le dénouement de la transaction a lieu trois jours après sa conclusion. Les participants au système sont informés à tout moment des transactions déjà réglées et de celles encore en suspens. Pour faciliter le règlement des opérations sur titres, la SIS donne la possibilité aux participants d'emprunter ou de prêter passagèrement des titres («securities lending and borrowing»). Le site www.sec.sisclear.com contient des informations supplémentaires sur le SECOM.

Les architectures du SIC et du SECOM permettent de réduire en très grande partie les risques de crédit et de liquidité inhérents aux procédures de règlement. En particulier, la finalité intrajournalière – les paiements et livraisons de titres sont réglés continuellement et irrévocablement – restreint fortement les risques de crédit et de liquidité. Un autre élément important est le fait que les paiements dans le SIC passent par les comptes de virements à la BNS.

Pour les participants, le recours aux avoirs en comptes de virements, comme moyens de paiement, offre l'avantage que le destinataire détient, après règlement du paiement, une créance sur la BNS. Contrairement à celles qui sont détenues sur des établissements de droit privé, les créances sur la BNS n'impliquent aucun risque de crédit et de liquidité. En effet, la BNS est en mesure de s'acquitter à tout moment et sans limite de ses obligations, étant donné qu'elle peut émettre des moyens de paiement légaux. En matière de risque de crédit, le principe livraison contre paiement est particulièrement important, puisqu'il élimine le risque en principal dans le dénouement des opérations sur titres. En outre, les divers instruments à disposition des participants au système pour la gestion de leurs liquidités et de leurs titres contribuent à la réduction du risque de liquidité. Les expériences faites depuis la mise en exploitation des deux systèmes montrent clairement que ceux-ci (y compris leur raccordement) restreignent dans une mesure importante les risques systémiques sur la place financière suisse et contribuent ainsi à la stabilité du système financier.

Continuous Linked Settlement

Depuis septembre 2002, le système de paiement mondial et multidevises Continuous Linked Settlement (CLS) permet le règlement des opérations de change selon le principe paiement contre paiement. Les deux volets d'une opération de change sont réglés par débit et crédit simultanés des comptes que les parties à la transaction détiennent à la CLS Bank. Celle-ci est directement raccordée aux systèmes RBTR de tous les pays dont les monnaies sont intégrées à CLS (dollars australien, canadien et des Etats-Unis, euro, franc suisse, livre sterling et yen). Les participants directs doivent s'acquitter envers CLS de leurs obligations de livraison dans les diverses monnaies entre 7 h et 12 h (heure d'Europe centrale). A fin mai 2003, 53 établissements financiers étaient raccordés directement au système et y passaient leurs opérations de change. Trois banques suisses, à savoir la Banque Cantonale de Zurich, Credit Suisse First Boston et UBS, figurent au nombre de ces établissements. Plusieurs autres banques suisses passent également par CLS pour leurs opérations de change, mais comme tierces parties («third parties»), c'est-à-dire qu'elles recourent aux services d'un participant direct. Des informations détaillées concernant CLS sont disponibles sur le site www.cls-group.com.

L'application du principe paiement contre paiement élimine le risque en principal dans les opérations de change. Ainsi, CLS contribue fortement à réduire les risques systémiques liés au règlement de telles opérations et répond à une attente que la communauté des banques centrales avait depuis longtemps. L'ampleur de la réduction du risque dépend de la part de marché que CLS occupera à moyen ou long terme par rapport au volume total des opérations de change. Il est difficile d'estimer dans quelle mesure CLS contribue en outre à réduire le risque de liquidité. Deux aspects incitent à penser que le système apporte une telle contribution. Premièrement, les participants doivent livrer à la CLS Bank uniquement les positions nettes qu'ils ont dans les diverses devises, ce qui restreint fortement leur besoin en liquidité. Deuxièmement, CLS dispose de facilités pour obtenir des liquidités et peut y recourir en cas de problèmes de paiement d'un participant. Pourtant, une augmentation du risque de liquidité peut résulter du fait que les engagements de paiement envers la CLS Bank sont soumis à une contrainte de temps, les participants devant s'en acquitter presque à la minute près au moyen des systèmes RBTR. La gestion des liquidités dans les banques est donc particulièrement délicate et nécessite, en règle générale, un accès aux liquidités intrajournalières mises à disposition par les banques centrales.³⁶

SIS x-clear

Par décision du 19 mars 2003, la CFB a, en accord avec la BNS, conféré le statut de banque à SIS x-clear AG (ci-après «x-clear»). L'obtention d'un tel statut était nécessaire, sur le plan réglementaire, pour que x-clear puisse fonctionner, à partir du 5 mai, comme contrepartie centrale des participants, surtout suisses, à la plate-forme de négoce virt-x opérant à Londres. Ce rôle d'intermédiation permet aux parties de rester anonymes, après la conclusion de leurs transactions, et fait que chaque participant a un seul risque de contrepartie au lieu d'en avoir de nombreux. De plus, x-clear garantit le règlement, qui peut avoir lieu sur une base nette si le participant le souhaite. Le site www.ccp.sisclear.com contient des informations détaillées sur x-clear.

Le règlement garanti par x-clear élimine les risques mutuels de crédit et de coût de remplacement des participants au système et réduit leurs risques de liquidité.³⁷ Simultanément, il implique une concentration des risques de crédit, de liquidité et de coût de remplacement chez x-clear. Du fait de cette concentration, la gestion des risques revêt une im-

portance considérable chez x-clear. Elle comprend trois éléments: un mécanisme de dépôt de marges, un fonds de couverture des défaillances ainsi que des fonds propres. Ces trois éléments doivent assurer qu'aucun risque systémique ne découle de la défaillance d'un ou de plusieurs participants.

Après l'évaluation des expériences faites durant le premier semestre d'activité de x-clear, la CFB décidera – toujours en accord avec la BNS – s'il convient d'imposer la conclusion d'une police d'assurance qui puisse couvrir les risques non-couverts par les trois éléments déjà mentionnés. Pour réduire le risque de défaillance, certaines contreparties centrales étrangères ont elles aussi conclu de telles polices.

Pour s'acquitter à temps de ses obligations de livraison et de paiement, x-clear doit disposer à la fois de titres et de liquidités. C'est pourquoi x-clear a déposé des titres en garantie à la SIS SegInterSettle AG (SIS), qui gère ses liquidités. Grâce à ce dépôt de titres, la SIS peut se procurer des liquidités soit à la BNS (pensions de titres intrajournalières ou «overnight»), soit auprès d'autres établissements financiers. De plus, il est possible à x-clear d'emprunter des titres en cas de manque passager.

En raison des activités particulières de x-clear, la CFB a, d'entente avec la BNS, accordé à cet établissement certains allègements dans l'application des dispositions légales afférentes à la surveillance bancaire (dispositions sur les liquidités, les fonds propres et la répartition des risques). Comme la CFB et la BNS n'ont pas d'expérience pratique dans la surveillance d'une contrepartie centrale et que les obligations de fournir des informations et de rendre compte ne s'appliquent que partiellement au cas de x-clear (car conçues en fonction des opérations bancaires habituelles), les autorités de surveillance ont soumis cet établissement à un devoir de rendre compte particulier, actuel et ajusté aux risques. De plus, x-clear est tenu d'informer immédiatement ces deux autorités si le risque cumulé de ses deux principaux participants dépasse à n'importe quel moment le montant du fonds de couverture des défaillances. Le Secrétariat de la CFB et la BNS procéderont à une évaluation des données afférentes aux activités de x-clear, mais aussi, le cas échéant, à des examens sur place. Dans l'ensemble, seule l'expérience permettra d'apprécier de manière approfondie la gestion des risques de x-clear. Les autorités de surveillance examineront donc continuellement le modèle appliqué et exigeront, si nécessaire, les adaptations adéquates.

36 Pour leurs paiements en francs, la plupart des participants non suisses au CLS s'adressent aux deux grandes banques suisses en tant que correspondants, mais trois établissements (Bank of America, Citibank et HSBC) recourent à leur filiale en Suisse.

37 Les risques de liquidité ne sont pas éliminés complètement, car x-clear ne peut pas garantir le règlement à la date de valeur.

3.3 Risques opérationnels

Ces dernières années, les exploitants, les participants et les autorités de surveillance de systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres ont voué attention plus marquée aux mesures qui accroissent la fiabilité des systèmes ou qui améliorent la prévention des crises et la capacité de résistance à celles-ci. Ils ont en effet tous constaté que les exigences en matière de sûreté opérationnelle ont augmenté, l'infrastructure des marchés financiers étant de plus en plus organisée sur le plan mondial et en réseau. De surcroît, plusieurs crises dues à des perturbations dans l'exploitation de systèmes ont montré clairement la vulnérabilité, sur le plan technique, des divers éléments de l'infrastructure des marchés financiers et les vastes conséquences que des perturbations affectant l'exploitation d'un système peuvent avoir sur la stabilité d'une place financière.

Les problèmes d'ordre opérationnel proviennent soit d'un élément de l'infrastructure des marchés financiers, soit d'un facteur externe, par exemple des catastrophes naturelles ou des sabotages délibérés. Les attentats terroristes perpétrés à New York le 11 septembre 2001 fournissent un exemple de perturbations provoquées par un facteur externe. D'importants éléments de l'infrastructure des marchés financiers locaux ont dû être mis hors service passagèrement, ce qui a engendré des problèmes de liquidité chez certains participants aux marchés financiers et des perturbations sur les marchés des titres. Compte tenu de la dimension de ces événements, la plupart des systèmes ont fait preuve d'une capacité de résistance étonnamment forte et les secousses sur les marchés financiers ont été relativement faibles. Les événements du 11 septembre 2001 ont cependant montré combien il est important de disposer de solutions de rechange encore utilisables lorsque le fonctionnement d'un ou de plusieurs éléments de l'infrastructure des marchés financiers est entravé.

La défaillance que le SIC a subie le 17 juin 2002 à la suite d'un problème de matériel est un exemple de perturbations issues du système lui-même. La panne était telle que le recours au système de réserve était impossible et qu'il a fallu interrompre l'exploitation de l'ensemble du système pendant plusieurs heures. Cette perturbation technique a bloqué les flux de paiements entre les participants au SIC. Elle a aussi, du fait de la position centrale que le SIC occupe dans l'infrastructure des marchés financiers en Suisse, rendu impossibles le règlement, par le SECOM, des opérations sur titres, le recours à des liquidités intra-

journalières ainsi que le remboursement de telles liquidités.

De tels exemples prouvent qu'il faut vouer davantage d'attention au contrôle des risques opérationnels en raison de l'interdépendance croissante des marchés financiers sur le plan mondial et de la complexité toujours plus forte des procédures de règlement. A cet égard, on peut distinguer deux types de mesures. Premièrement, des dispositions préventives adéquates peuvent renforcer la sûreté de l'infrastructure des marchés financiers et, partant, réduire la probabilité d'une crise due à des problèmes opérationnels. Deuxièmement, pour le cas où une perturbation devait se produire malgré tout, il faut prendre – tant sur le plan organisationnel que technique – les mesures nécessaires dans le domaine de la gestion des crises et de la capacité de résistance à celles-ci, afin de maintenir l'exploitation du système ou de la rétablir dans un délai très bref. Cela nécessite notamment des procédures à respecter ainsi que des systèmes de réserve adéquats et testés périodiquement, aussi bien chez l'exploitant du système que chez les participants. Les mesures prévues pour les divers systèmes doivent être soigneusement coordonnées. En effet, des solutions garantissant la compatibilité entre les différents systèmes et infrastructures sont nécessaires pour éviter des incohérences et pour assurer la capacité de résistance du système financier aux crises.

En Suisse, diverses mesures ont été prises ces dernières années pour renforcer la fiabilité des divers systèmes, la prévention des crises et la capacité de résistance à celles-ci, mais aussi pour mieux assurer la compatibilité entre les systèmes. Ainsi, après le problème susmentionné, l'exploitant du SIC a rapidement procédé à des adaptations techniques afin d'éviter la répétition d'une telle panne. De plus, plusieurs mesures sur les plans organisationnel et technique sont actuellement mises au point et testées; elles doivent éliminer, à moyen et long terme, les points faibles encore existants. La fiabilité du système en sortira renforcée. Par ailleurs, diverses dispositions ont été prises avant la mise en exploitation de CLS; il s'agissait notamment de permettre aux participants directs au système CLS de recourir, même en cas de crise, aux liquidités intrajournalières qu'offre la BNS et d'effectuer à temps leurs paiements à la CLS Bank. A cette fin, il a fallu apporter quelques adaptations techniques aux systèmes concernés, mais aussi prendre des mesures sur le plan organisationnel pour que les exploitants des systèmes, les participants aux systèmes et la BNS puissent, en cas de crise, agir rapidement.

3.4 Développements réglementaires

La sûreté et l'efficacité des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres d'importance systémique est un objectif majeur des autorités de surveillance. L'importance croissante qui lui est attribuée dans les efforts tendant à promouvoir la stabilité du système financier se répercute sur le développement des diverses réglementations. D'un côté, on assiste à un accroissement de la publication de normes reconnues sur le plan international, qui imposent certaines exigences aux systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres ainsi qu'à leurs exploitants. De l'autre, plusieurs pays ont adopté ces dernières années une base légale en vue de surveiller ces systèmes. A la faveur de la révision de la loi sur la Banque nationale, il est prévu d'introduire dans les tâches confiées à celle-ci la surveillance de systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres.

Accroissement de la publication de normes internationales

En 2000, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) de la Banque des Règlements Internationaux a publié dix principes fondamentaux relatifs aux systèmes de paiement d'importance systémique (www.bis.org). Le CSPR et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont, en 2001, diffusé 19 recommandations afférentes aux systèmes de règlement des opérations sur titres (www.bis.org). Les deux ensembles de normes comportent des exigences minimales. Ils s'adressent à tous les marchés financiers et sont utilisés par le Fonds monétaire international et la Banque mondiale dans les examens périodiques des pays membres, examens qui portent notamment sur les conditions-cadres dans le domaine de la réglementation et la capacité de résistance du secteur financier aux crises.

Les principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique requièrent que ces systèmes reposent sur une base juridique solide et qu'ils satisfont à diverses exigences qui visent à limiter les risques de crédit et de liquidité. Ils recommandent de surcroît d'utiliser la monnaie centrale comme moyen de paiement et relèvent l'importance tant de la fiabilité du système que des mesures destinées à prévenir les crises et à renforcer la capacité de résistance aux crises. En outre, les principes fondamentaux exigent un accès équitable et ouvert au système ainsi qu'une structure de gouvernance transparente, efficace et soumise à une obligation de rendre compte.

Les recommandations relatives aux systèmes de règlement des opérations sur titres traitent elles aussi des risques de compensation et de règlement, des risques juridiques et opérationnels qu'implique le dénouement des opérations sur titres, ainsi que de la structure de gouvernance des exploitants des systèmes. De plus, quelques recommandations concernent plus spécifiquement le règlement des opérations sur titres. Ainsi, la présence d'une contrepartie centrale est jugée souhaitable, et il convient de faciliter les prêts et emprunts de titres. Le règlement d'une opération devrait avoir lieu trois jours au plus tard après sa conclusion et selon le principe livraison contre paiement.

En complément aux recommandations des CSPR et OICV, le Groupe des Trente (G-30), un organisme international constitué de représentants de l'économie privée, du secteur public et de la recherche universitaire, a publié en 2003 le rapport «Global Clearing and Settlement: A Plan of Action» (www.group30.org). Ce rapport comprend 20 recommandations qui s'adressent, en tant que «best practices», aux marchés financiers des pays économiquement très développés. Ces recommandations visent à réduire les inefficacités et risques qui se manifestent dans le règlement d'opérations sur titres internationales. Le rapport contient, outre les recommandations, des propositions concrètes pour atteindre ces objectifs, dans un horizon de cinq à sept ans, grâce à des mesures à prendre par les participants aux marchés, les prestataires de services et le secteur public.

La nouvelle loi sur la Banque nationale

La nouvelle loi sur la Banque nationale – soumise actuellement à l'examen des Chambres fédérales – prévoit explicitement de confier à la BNS la tâche de surveiller les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres. La BNS inclura dans la surveillance tous les efforts tendant à influencer sur les règles et l'architecture d'un système de paiement ou de règlement des opérations sur titres. Elle vouera une attention particulière aux systèmes d'importance systémique.

Un régime de surveillance à trois niveaux est prévu. Le premier niveau assujettira les exploitants de systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres à l'obligation de fournir des données statistiques. Ces informations permettront d'exclure d'emblée d'une surveillance plus poussée les systèmes peu importants. Le deuxième niveau impliquera la remise de données plus étendues et concernera les systèmes de règlement des opérations sur titres ainsi que les systèmes de paiement pour lesquels un risque systémique ne peut pas être exclu a priori étant donné la valeur totale des opérations réglées dans ces systèmes. Des informations étendues sur ces systèmes sont nécessaires pour que la BNS puisse déterminer s'il s'agit ou non de systèmes importants pour la stabilité du système financier. Finalement, la BNS pourra imposer des exigences qualitatives minimales à l'exploitation de systèmes pouvant engendrer des risques pour la stabilité du système financier. Ces exigences minimales s'inspireront étroitement des normes reconnues sur le plan international.

Risques dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres Encadré 3:

Pour ce qui a trait aux systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, la Banque des Règlements Internationaux distingue les risques suivants:

Risque de crédit: risque qu'une contrepartie ne s'acquitte pas intégralement d'une obligation, à l'échéance ou ultérieurement.

Risque en principal (forme particulière du risque de crédit): risque qu'une contrepartie ne s'acquitte pas intégralement d'une obligation résultant d'une opération sur titres ou de change, à l'échéance ou ultérieurement, alors que son partenaire contractuel s'en est acquitté à temps.

Risque de liquidité: risque qu'un participant à un système se trouve dans l'impossibilité de s'acquitter en totalité d'une obligation à l'échéance prévue, tout en étant éventuellement en mesure de s'exécuter à une date ultérieure.

Risque de coût de remplacement: risque qu'une partie ne reçoive pas le montant relatif à une créance détenue sur une contrepartie au moment de l'échéance. Une telle défaillance peut entraîner une position non couverte pour la partie solvable, ou l'empêcher de réaliser des gains potentiels sur la position. Le risque qui en résulte correspond au coût de remplacement, au prix courant du marché, du contrat original.

Risque juridique: risque qu'une base juridique insuffisante ou une incertitude juridique ne génère ou n'aggrave des risques de crédit ou de liquidité.

Risque opérationnel: risque que des facteurs, telles des perturbations techniques ou des défaillances humaines affectant un système, ne génèrent ou n'aggravent des risques de crédit ou de liquidité.

Risque systémique: risque que l'incapacité d'un participant à faire face à ses obligations ou qu'un dysfonctionnement du système n'entraîne, pour d'autres participants ou établissements financiers, l'impossibilité de s'acquitter en temps voulu de leurs propres obligations; une telle défaillance peut provoquer des problèmes généralisés de liquidité ou de crédit et menacer ainsi la stabilité du système financier, voire de toute l'économie.

Régime de l'étalon-or, déflation et dépression: l'économie suisse dans la crise économique mondiale

Mathias Zurlinden,
Recherche, Banque nationale suisse

La Grande Dépression des années trente fut la plus forte crise économique mondiale du XX^e siècle. Ses épïcêtres étaient situés aux Etats-Unis et en Allemagne, mais aucun pays intégré à l'économie mondiale ne fut épargné. En Suisse, la production industrielle fléchit de 20% de 1929 à 1932 et, à l'exception des années 1937 et 1939, resta inférieure au niveau de 1929 jusqu'à la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Il n'est donc pas surprenant que la crainte d'une nouvelle crise nous préoccupe encore aujourd'hui.

L'économie mondiale de l'entre-deux-guerres fut essentiellement marquée par l'évolution de l'économie aux Etats-Unis, mais aussi en Allemagne, en Grande-Bretagne et en France. La majeure partie de la littérature relative à la Grande Dépression se concentre par conséquent sur l'un ou l'autre de ces quatre pays. Aux Etats-Unis, la discussion sur le rôle de la politique monétaire américaine lancée par Friedman et Schwartz (1963) figura longtemps au premier plan (Brunner, 1981; Temin, 1978). Durant les vingt dernières années, la recherche s'est cependant tournée davantage vers des études comparatives. Bernanke (1995) relève deux avantages liés à cette approche. D'une part, la Grande Dépression constitue un événement de portée mondiale et doit alors être traitée dans un contexte international, puis, d'autre part, la comparaison de vingt ou trente pays permet de mieux identifier économétriquement les causes et les effets de cette crise.

Bien que la Suisse vécût également la Grande Dépression comme un événement douloureux, le nombre d'études macro-économiques utilisant des données helvétiques est resté modeste. C'est le cas des études par pays, d'un nombre très limité au sujet de la Suisse (Kneschaurek, 1952; Rutz, 1970; Weber, 1983; Faber, 1997), et des études comparatives qui passent souvent la Suisse sous silence. Dans les deux cas, le manque de données restreint fortement les possibilités d'analyse empirique. Par exemple, le produit national suisse des années trente n'est ni ventilé selon l'optique des dépenses, ni désagrégé en indices de production et de prix.

Les données disponibles sont néanmoins suffisantes pour décrire le développement de l'économie suisse. Tel est le point de départ du présent article. Volontairement axé sur des données chiffrées, l'exposé recourt fréquemment à l'aide de graphiques et tableaux. Nous nous efforçons également de replacer la Suisse dans son environnement international. La politique économique suisse n'est cependant décrite en détail qu'au besoin. A ce sujet, on consultera l'étu-

de exhaustive de Rutz (1970). Nous renonçons aussi en grande partie à retracer le débat contemporain sur la politique économique auquel se livre Müller (2000).

Actuellement, un large consensus n'associe pas la crise économique mondiale à une cause unique. La chute du cours des actions, l'effondrement de nombreuses banques et l'accroissement du protectionnisme jouèrent tous un rôle. Cependant, il faut surtout souligner l'influence déterminante des facteurs monétaires, notamment, du régime international de l'étalon-or. Les cours de change fixes qu'implique ce régime diffusèrent la déflation de par le monde et le maintien des parités-or contribua à ce qu'une dépression initialement «normale» aboutisse à la Grande Dépression. Déjà dans les années trente, Cassel (1936) et Hawtrey (1939) défendirent une telle position. Toutefois, elle ne s'imposa que lors des vingt dernières années grâce aux études comparatives de Choudhri et Kochin (1980), Eichengreen et Sachs (1985), Bernanke et James (1991), ainsi qu'aux synthèses de Temin (1989), Eichengreen (1992, 2002) et Bernanke (1995).

L'aspect monétaire international de la Grande Dépression forme le cadre de notre analyse. La première partie présente la donne internationale ainsi que la relation entre déflation, dépression et étalon-or. Le deuxième volet est consacré à l'évolution de l'économie suisse de 1929 à 1937. Outre les principaux indicateurs de l'activité économique et de l'évolution des prix, nous examinons en particulier les taux d'intérêt, les cours de change, les agrégats monétaires ainsi que les difficultés inhérentes au secteur bancaire. La dernière partie conclut et résume les enseignements que les banques centrales ont tirés de la Grande Dépression.

1 La crise économique mondiale

La première section de cet article examine le contexte dans lequel l'évolution de l'économie suisse eut lieu. La déflation et la dépression mondiales sont décrites au moyen de quelques indicateurs-clés et la relation entre déflation et dépression est analysée. Nous expliquons ensuite le fonctionnement du régime de l'étalon-or et, notamment, pourquoi celui-ci exerça des pressions déflationnistes sur l'économie mondiale. Finalement, nous commentons l'effondrement graduel de ce régime à partir duquel l'économie mondiale amorça sa reprise.

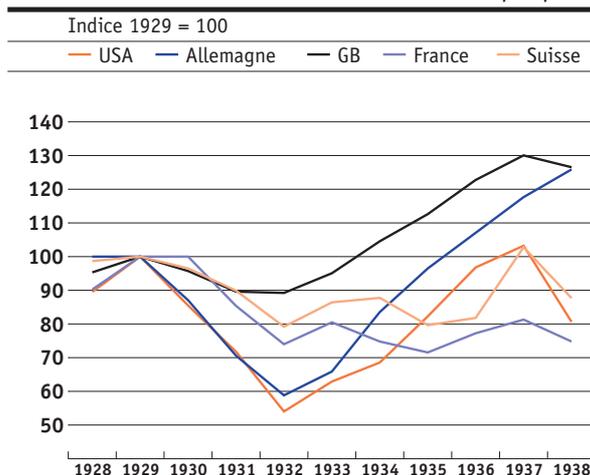
L'accent est mis sur quelques points choisis. De nombreux aspects essentiels à une compréhension approfondie de la Grande Dépression ne sont pas traités. Mentionnons à cet égard l'histoire antérieure à la Grande Dépression, qui remonte à la Première Guerre mondiale et comprend des événements majeurs tels que l'hyperinflation notamment en Allemagne, la crise agricole mondiale, ainsi que les disputes au sujet des réparations allemandes et des dettes de guerre des Alliés. Les ouvrages d'Eichengreen (1992) et de Feinstein, Temin et Toniolo (1996) représentent deux contributions détaillées intégrant la Grande Dépression à l'histoire économique de l'entre-deux-guerres.

1.1 Déflation et dépression

Le graphique 1 décrit l'évolution de la production industrielle dans quatre économies principales (Etats-Unis, Allemagne, Grande-Bretagne, France) et en Suisse de 1928 à 1938.¹ Il ressort des données annuelles que la production industrielle atteignit son apogée aux Etats-Unis, en Allemagne, en Grande-Bretagne et en Suisse en 1929. En France seulement, elle resta en 1930 au niveau de 1929 avant de commencer à fléchir là aussi. Le creux de la vague fut atteint en 1932 dans la plupart des pays. Cependant, après une courte reprise, la Suisse tout comme la France enregistrèrent une nouvelle baisse en 1935 et 1936.

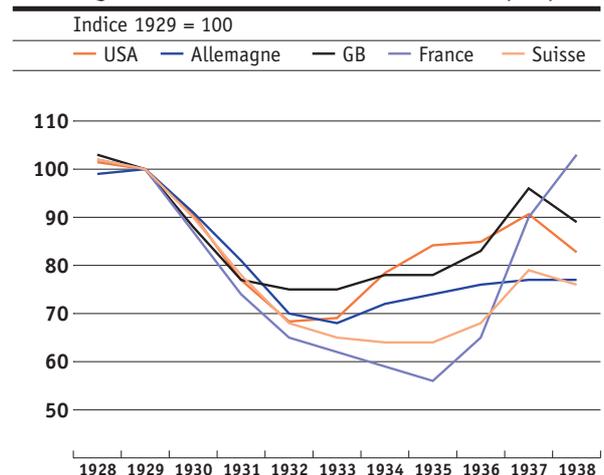
Le recul de la production industrielle fut le plus fort aux Etats-Unis (1929–1932: -46%) comme en Allemagne (1929–1932: -41%) et le plus faible en Grande-Bretagne (1929–1932: -11%). La France (1930–1935: -28%) et la Suisse (1929–1932: -21%) occupèrent une position intermédiaire. Il se détache également du graphique que le niveau de la production mondiale remonta en 1937 à peu près au niveau de 1929 avant d'entrer en récession en 1938. Ces considérations nous permettent de fixer le cadre temporel de la Grande Dépression que nous utilisons dans le présent article, à savoir la période 1929–1937.²

Production industrielle Graphique 1



1 Les sources des graphiques et tableaux figurent en annexe.

Prix de gros Graphique 2



2 Les opinions divergent dans la littérature quant à la fin de la Grande Dépression. Les désaccords proviennent surtout du fait que la reprise ne commença pas simultanément dans tous les pays et qu'elle eut lieu à des vitesses différentes. De surcroît, certains

auteurs partent de données dont la tendance est éliminée ou bien utilisent d'autres indicateurs de l'activité économique.

Parmi les caractéristiques de la Grande Dépression les plus frappantes, il faut mentionner la chute des prix enregistrée durant les premières années. Le graphique 2 montre l'évolution des prix de gros dans les mêmes pays que ceux du graphique 1. Il apparaît que, si les prix avaient déjà tendance à baisser en 1929, le fléchissement s'accéléra nettement à partir de 1930. Jusqu'en 1931, les prix de gros diminuèrent dans tous les pays quasiment à la même cadence, ce qui s'explique par les changes fixes du régime de l'étalon-or. Par la suite, l'évolution divergea d'un pays à l'autre: tandis que les prix se stabilisèrent avant d'amorcer une remontée en Grande-Bretagne, puis aux Etats-Unis et en Allemagne, ils continuèrent pendant trois ans encore de baisser en France et en Suisse. Toujours selon le graphique 2, la chute maximale enregistrée à partir de 1929 se situa entre 25 % (Grande-Bretagne, 1929-1932) et 44 % (France, 1929-1935). En Suisse, elle se chiffrà à 36 % (1929-1935).

Si l'histoire économique fournit plusieurs exemples d'une déflation modérée coïncidant avec une croissance économique, à une forte déflation comme celle des années trente correspond toujours une diminution de la production et de l'emploi. La littérature distingue différents canaux par lesquels la déflation peut entraver la production et l'emploi. Lors de la Grande Dépression, trois canaux ont vraisemblablement joué un rôle (Bernanke et James, 1991; Bernanke, 1995).

Le premier canal est formé par la rigidité des salaires nominaux. Si les salaires ne baissent pas au même rythme que les prix, les salaires réels augmentent. Lorsque ces derniers dépassent les possibilités offertes par les gains en productivité, ils réduisent alors la demande de main-d'œuvre et renchérissent la production. Les données montrent que, lors de la Grande Dépression, les salaires réels étaient en hausse dans tous les grands pays à l'exception de l'Allemagne. On note également, aussi bien dans le temps qu'en comparaison internationale, une forte corrélation négative entre les salaires réels et la production industrielle (Eichengreen et Sachs, 1985; Bernanke et Carey, 1996).

Le deuxième canal est constitué par les taux d'intérêt réels, définis comme les taux nominaux moins l'inflation anticipée. Cette dernière, ne pouvant pas être observée directement, doit être estimée. Dans une étude relative aux Etats-Unis, Hamilton (1992) arrive à la conclusion que, si la déflation surprit certes tout d'abord les marchés, elle fut en grande partie attendue à partir de 1930. Parce que les taux réels dépassaient les taux nominaux à hau-

teur des anticipations déflationnistes, ils se situaient à un niveau élevé au début des années trente.

Le troisième canal par lequel la déflation réduit la production est formé par le bilan des débiteurs. Une baisse inattendue du niveau des prix accroît la valeur réelle des dettes nominales. Ainsi augmente le risque que les crédits ne puissent pas être remboursés. Les créanciers réagissent alors en réduisant l'offre de crédits, ce qui a pour effet de diminuer le nombre de projets d'investissement et de consommation pouvant être réalisés. Fisher (1933) décrit le premier ce mécanisme, qui a connu un regain d'intérêt ces dernières années par l'apparition de modèles micro-économiques afférents à des marchés imparfaits du crédit.³

Dans le modèle de Bernanke, Gertler et Gilchrist (1996), l'imperfection du marché du crédit réside dans l'incapacité des créanciers de s'informer gratuitement des possibilités, activités et caractéristiques des débiteurs (*agency cost*). C'est pourquoi le financement par des fonds propres ou par des fonds étrangers couverts par des collatéraux coûte moins cher que le financement par des fonds étrangers en blanc. La prime varie suivant les avoirs nets du débiteur (*net worth*). Si la déflation les réduit, elle gonfle les coûts de financement. Par conséquent, la production et l'emploi diminuent.⁴

3 Calomiris (1993) résume différentes applications empiriques de ce modèle à la Grande Dépression.

4 Outre le canal du crédit susmentionné, qui part des effets de la déflation sur le bilan des entreprises et des ménages, un second canal du crédit part des effets de la déflation sur le bilan des

banques. Si la qualité de leur bilan se détériore, les banques renchériront leurs crédits ou les restreindront. Comme les crédits bancaires sont souvent le seul financement externe de nombreuses entreprises et de nombreux ménages, ce second canal du crédit peut se superposer au premier et en accentuer les effets.

1.2 L'effet déflationniste du régime de l'étalon-or

Quelles sont les causes de la déflation? L'offre de monnaie figure parmi les principaux suspects. Toute chose étant égale par ailleurs, une diminution de l'offre de monnaie fait baisser le niveau des prix. Les données disponibles reflètent effectivement une réduction de la masse monétaire mondiale pendant les premières années de la Grande Dépression (Bernanke et Mihov, 2000). Le régime monétaire international alors en vigueur, l'étalon-or, est ainsi mis en cause.

Ce régime s'effondra en 1914 au début de la Première Guerre mondiale et fut réinstauré entre 1922 et 1927. Avant 1914, il fonctionna relativement bien pendant quelque 40 ans. Son rétablissement était fondé sur l'espoir que l'étalon-or contribuerait à stabiliser l'économie mondiale après le chaos des premières années d'après-guerre. Parmi les pays principaux, seuls les Etats-Unis maintinrent le régime de l'étalon-or sans interruption. De facto, l'Allemagne, la Grande-Bretagne et la France lièrent à nouveau leur monnaie à l'or respectivement en 1923, 1925 et 1926. La Suisse y procéda en 1924 et de jure en 1930. Seuls quelques pays, à savoir le Danemark, la Grande-Bretagne, les Pays-Bas, la Norvège, la Suède et la Suisse, rétablirent leur parité d'avant-guerre. Dans les autres pays, la hausse des prix fut si forte depuis 1914 que ceux-ci fixèrent leur parité-or à un niveau plus ou moins inférieur.

Le régime international de l'étalon-or repose sur l'engagement pris par chaque pays à acheter et vendre de l'or à prix fixe par rapport à sa propre monnaie. Ainsi, le prix de l'or et indirectement le cours de change par rapport aux autres monnaies restent stables. En cas de déséquilibre entre deux Etats, les afflux et reflux d'or exercent un effet stabilisateur. Si un pays, par exemple, connaît une croissance économique supérieure à son potentiel et accompagnée d'une hausse des prix, sa balance des paiements courants se détériorera et l'or refluera vers l'étranger. La masse monétaire en sera réduite d'autant, ce qui rehaussera les taux d'intérêt et exercera des pressions sur la production et les prix. A l'étranger, en revanche, les afflux d'or accroîtront la masse monétaire de sorte que la production et les prix augmenteront. Le mécanisme de l'or assure donc automatiquement le rétablissement de la stabilité.⁵

En réalité, le régime de l'étalon-or ne fonctionna pas aussi simplement et élégamment que notre description pourrait le laisser croire. En parti-

culier, le transfert d'or n'entraîna pas automatiquement de variation correspondante de la masse monétaire. C'est pourquoi la masse monétaire mondiale put se développer durant les premières années de la Grande Dépression dans des proportions inférieures à celles de l'encaisse-or des banques centrales. A cet égard, trois facteurs furent déterminants.

Premièrement, les réserves monétaires de la plupart des pays comprenaient non seulement de l'or mais aussi des devises.⁶ Celles-ci – en particulier des dollars américains, des livres et des francs français – pouvaient être échangées en tout temps contre de l'or à la banque centrale du pays émetteur. Tant que le public accordait sa confiance aux parités-or, cette solution était à l'avantage de tous les participants. La banque centrale, en détenant des devises, réalisait le revenu des intérêts et le régime international de l'étalon-or était en mesure de fonctionner dans les pays émetteurs avec des réserves d'or relativement faibles. Or, quand la confiance dans les parités-or commença à diminuer, les banques centrales échangèrent leurs devises contre de l'or. Il en découla une diminution considérable de la part des devises dans les réserves monétaires mondiales. Sur la base de données portant sur 24 pays, celle-ci passa de 42% à fin 1928 à 35% à fin 1930 et même à 8% à fin 1932 (Nurske, 1944, p. 235). La croissance relative des réserves monétaires fut alors inférieure à celle de l'encaisse-or des banques centrales.

Deuxièmement, chaque banque centrale détenait outre ses réserves monétaires des actifs nationaux (avances sur nantissement, escomptes, papiers-values). Les instituts d'émission avaient ainsi la possibilité de neutraliser les effets que les variations d'or ou des changes exerçaient sur la base monétaire (monnaie centrale). Toutefois, les pays excédentaires et déficitaires ne pouvaient pas y recourir dans la même mesure. Un pays déficitaire, perdant continuellement de l'or, était alors forcé tôt ou tard de réduire sa masse monétaire. Un pays excédentaire à fort afflux d'or n'était en revanche pas contraint d'accroître sa masse monétaire. Le sentiment qu'un régime d'étalon-or est tendanciellement déflationniste repose principalement sur cette asymétrie. Dans le contexte qui nous intéresse, le comportement des autorités monétaires françaises et américaines est particulièrement notable. Durant les années décisives, toutes deux enregistrèrent de forts afflux d'or et neutralisèrent leurs effets sur la monnaie centrale en réduisant le portefeuille d'actifs nationaux (Hamilton, 1987). Leur raison était néanmoins différente. La France craignait un accroissement de l'inflation,

5 Voir Niehans (1978) pour un modèle théorique du régime de l'étalon-or et Eichengreen (1992) ou Hawtrey (1939) pour son aspect institutionnel et pratique.

6 C'est pourquoi le régime de l'étalon-or de l'entre-deux-guerres est aussi appelé régime de l'étalon de change-or. Bien que les banques centrales aient déjà détenu des devises comme réserves monétaires avant la

Première Guerre mondiale, leur part était plus faible qu'ultérieurement.

pendant que les autorités monétaires américaines voulaient entraver la forte hausse du cours des actions, qu'elles considéraient comme le fruit d'une spéculation excessive. Mais quel que soit le jugement porté sur ces considérations de politique économique nationale, leurs conséquences contrecarraient les règles du régime de l'étalon-or. Il en résulta que la monnaie centrale augmenta moins que les réserves monétaires des banques centrales.

Troisièmement, en plus du comportement des banques centrales, il faut tenir compte de l'attitude du public et des banques. Celle-ci fut marquée par l'insécurité croissante qui se propagea durant les premières années de la Grande Dépression. Le public réagit en remplaçant ses dépôts en banque par des espèces. Les banques, quant à elles, se prémunirent contre le risque de tels retraits en détenant suffisamment de réserves. Ces deux réactions eurent également pour conséquence que la masse monétaire évolua plus faiblement que la monnaie centrale.

Le comportement des banques centrales (échange de devises contre de l'or, neutralisation des effets de l'afflux d'or), des banques (détention accrue de réserves) et du public (détention accrue d'espèces) eut pour effet général que l'approvisionnement en monnaie de l'économie mondiale se développa plus faiblement que l'encaisse-or (Bernanke et Mihov, 2000). Eichengreen (1992) affirme que la pression déflationniste issue du régime de l'étalon-or aurait pu être corrigée, si tous les pays avaient dévalué leur monnaie de concert, c'est-à-dire s'ils avaient simultanément réduit le prix de leur monnaie exprimé en unités d'or. A cause de divergences quant à la situation du moment, les gouvernements et les banques centrales laissèrent échapper cette occasion et suivirent ainsi leur propre voie.⁷ Entre 1931 et 1936, tous les pays dévaluèrent l'un après les autres leur monnaie par rapport à l'or ou introduisirent un contrôle des changes. Ces décisions étaient incompatibles avec l'orthodoxie de l'étalon-or. Même si bon nombre de pays continuèrent de lier leur monnaie à l'or sous une forme ou sous une autre, le régime international de l'étalon-or en tant qu'instrument de coordination des politiques monétaires était tombé.

7 Voir Cassel (1936) et Eichengreen (1992, p. 258-286).

1.3 La renonciation au régime de l'étalon-or et la résolution de la crise

L'effondrement du régime international de l'étalon-or se produisit par étapes. Il commença en 1931 par la crise bancaire germano-autrichienne. En mai 1931, la plus grande banque autrichienne, le Creditanstalt, ferma ses guichets. Les effets se propagèrent ensuite en Allemagne, où les banques, tout comme le Creditanstalt, étaient fortement engagées à court terme envers l'étranger. De plus, le gouvernement Brüning mit en jeu la confiance des investisseurs étrangers en exigeant la fin des réparations et une union douanière avec l'Autriche.⁸ La plus éminente victime fut la Darmstädter und Nationalbank (DANAT), cinquième banque du pays, qui dut fermer ses guichets au mois de juillet. Comme la Deutsche Reichsbank avait subi des pertes d'or substantielles et que les tentatives d'obtenir un crédit international avaient échoué, l'Allemagne n'eut pas d'autre choix que de renoncer à la parité-or ou d'introduire un contrôle des mouvements de capitaux. Le gouvernement opta pour la seconde solution. A la mi-août, il édicta une ordonnance sur les changes et une ordonnance urgente afin d'enrayer la fuite de capitaux et l'évasion fiscale. Simultanément, il entama des négociations avec les banques étrangères qui aboutirent à la fin du mois d'août à un moratoire relatif aux crédits à court terme (*Stillhalteabkommen*). Durant les années suivantes, le contrôle des changes fut étendu toujours davantage.

Au cours de l'été 1931, la livre sterling subit de fortes pressions. Sa surévaluation, le chômage élevé et la précarité budgétaire formaient le talon d'Achille de l'économie britannique. Les marchés s'attendaient donc à ce que le gouvernement travailliste au pouvoir ne défende pas la parité-or à tout prix. Quand les investisseurs privés et les banques centrales étrangères échangèrent leurs placements en livres contre de l'or, la Banque d'Angleterre releva modérément son taux d'escompte, le fixant à 4,5%. Elle ne regagna pas la confiance des marchés pour autant, au point que, le 20 septembre 1931, le gouvernement la releva de son obligation de vendre de l'or à prix fixe. Le cours de la livre baissa alors vigoureusement par rapport à toutes les monnaies importantes. Les pays de l'Empire britannique et les pays scandinaves suivirent l'exemple britannique, pendant que de nombreux pays d'Europe centrale et de l'Est s'inspiraient de la voie allemande et instauraient un contrôle des capitaux.

8 Voir Ferguson et Temin (2002). Voir Feinstein, Temin et Toniolo (1997, p. 120-124) pour une brève introduction concernant la politique économique du gouvernement Brüning.

Dès septembre 1931, la crise monétaire s'étendit aux Etats-Unis. Les doutes des investisseurs quant à la parité-or du dollar entraînèrent des pertes d'or, ce qui incita la Réserve fédérale à majorer son taux d'escompte. Elle put ainsi juguler la crise monétaire dans un premier temps, mais elle accentua simultanément la crise bancaire. Un tournant fut pris en 1933 lorsque Franklin D. Roosevelt remporta les élections présidentielles. La politique du nouveau gouvernement visait à accroître la production et à faire remonter les prix sans se laisser troubler par le régime de l'étalon-or. En mars 1933, le gouvernement suspendit la convertibilité des billets en or et introduisit un embargo sur les exportations d'or. En avril, le cours du dollar commença de flotter. Celui-ci s'affaiblit alors sensiblement jusqu'à fin janvier 1934, date à laquelle il fut stabilisé à 59% de sa parité-or antérieure.

Après que les Etats-Unis aient renoncé au régime de l'étalon-or, les pays restants (Belgique, France, Italie, Pays-Bas, Pologne, Suisse) constituèrent le bloc-or le 8 juillet 1933 à Paris. Dans le sillage des dévaluations de la livre, du dollar américain et d'autres monnaies, les pays du bloc-or virent leur compétitivité se détériorer considérablement. En bonne logique du régime de l'étalon-or, ils n'eurent pas d'autre alternative que de réduire leurs coûts de production et d'abaisser le prix de leurs produits. Cette politique se heurta à la résistance des syndicats et autres groupements d'intérêts. Durant les années suivantes, les monnaies du bloc-or furent l'objet à maintes reprises d'attaques spéculatives. La Belgique dévalua ainsi sa monnaie en mars 1935 après une crise bancaire. La même année, l'Italie et la Pologne instaurèrent un contrôle des mouvements de capitaux. La fin fut scellée en 1936. Quand le Front populaire de Léon Blum remporta les élections législatives françaises et commença la mise en place de son programme de réformes sociales, le franc français subit de fortes pressions. Le vendredi 25 septembre 1936, la France renonça au régime de l'étalon-or et dévalua. A la fin de la même semaine, la Suisse et les Pays-Bas lui emboîtèrent le pas. La dévaluation du franc suisse s'éleva à 30%.

La Suisse a maintenu sa parité-or jusqu'au dernier moment. Au fil des ans, le Conseil fédéral et la Banque nationale suisse (BNS) invoquèrent deux arguments principaux contre la dévaluation du franc. D'une part, une telle dévaluation ne servirait que peu et aurait pour effet principal d'être inflationniste, puis, d'autre part, elle serait contraire à toute bonne foi.⁹ Même après la dévaluation du franc français, la

BNS proposa de maintenir la politique antérieure. Durant ses entrevues avec le Conseil fédéral, la BNS put souligner que la couverture-or des billets de banque couvrait largement le montant minimal fixé par la loi et que la situation économique s'était déjà un peu améliorée depuis le début de l'année. Néanmoins, le Conseil fédéral décida par cinq voix contre deux de dévaluer le franc. Il fonda sa décision sur des arguments de politique économique et sur l'espoir que l'accord tripartite conclu par les Etats-Unis, la Grande-Bretagne et la France donnerait un nouvel élan à la politique monétaire internationale.¹⁰

La majorité des critiques de l'époque portèrent un jugement négatif sur la vague de dévaluations de l'entre-deux-guerres. Un exemple à ce sujet est l'opinion exprimée par Nurske (1944) dans une étude commandée par la Société des Nations. Eichengreen et Sachs (1985, 1986), en revanche, affirment que les dévaluations unilatérales ne se sont pas simplement neutralisées, mais qu'elles ont assoupli les conditions monétaires dans leur ensemble et ainsi accéléré la reprise de l'économie mondiale. Comme une dévaluation anticipée et coordonnée n'était pas possible, elles constituèrent la meilleure solution possible.

Il ressort du graphique 1 que la reprise économique ne commença dans chaque pays qu'après la disparition des contraintes liées à la parité-or. Bien que chacun n'ait pas profité à la même vitesse de la marge de manœuvre ainsi obtenue, le schéma est néanmoins clair: tout report dans l'abandon du régime de l'étalon-or retarda d'autant la reprise économique. Cette vue est étayée par plusieurs études empiriques à large échantillonnage (Choudhri et Kochin, 1980; Eichengreen et Sachs, 1985; Bernanke et James, 1991). Dans l'ensemble, ces études démontrent que le maintien de l'ancienne parité-or était une erreur, car la Grande Dépression fut accentuée et prolongée. De plus, elles attestent que la Grande Dépression s'explique pour une part non négligeable par des facteurs monétaires.¹¹

9 Voir la description pertinente d'Eichengreen et Temin (2000) au sujet de l'esprit du régime de l'étalon-or, c'est-à-dire les convictions et idées économiques qui marquaient l'action des élites de l'époque.

10 Voir Müller (2000) au sujet des discussions se rapportant à la dévaluation en Suisse.

11 Pour une description de la reprise, on consultera Temin (1989, p. 89-137) à propos de l'économie mondiale et Romer (1992) au sujet des Etats-Unis.

2 L'économie suisse dans la crise économique mondiale

La deuxième partie de cette étude traite de l'évolution de l'économie suisse. L'analyse se concentre tout d'abord sur deux indicateurs économiques principaux, le produit national et le taux de chômage. Comme nous allons le voir, les données disponibles à propos de la période considérée ne sont pas totalement satisfaisantes. Nous considérons ensuite les indicateurs des composantes de la demande globale qui fournissent une image plus nuancée. Les autres sections portent sur les prix et salaires, taux d'intérêt, cours de change, agrégats monétaires ainsi que sur les problèmes du secteur bancaire.

2.1 Produit national et taux de chômage

La Suisse ne possède une comptabilité nationale que depuis 1948. Cependant, des travaux préliminaires avaient déjà été exécutés antérieurement. Au début des années quarante, l'Office fédéral de la statistique procéda à une estimation du revenu national net (RNN) pour l'an 1938, puis, calcula suivant la même méthode les chiffres des années 1929 à 1937. Le concept de RNN se distingue de celui, plus connu, de produit national brut (PNB) par la déduction des impôts indirects et des amortissements. Le montant des impôts indirects de ces années est connu, nous ignorons par contre celui des amortissements. Par

conséquent et parallèlement au RNN, on peut calculer le produit national net (PNN), mais pas le PNB.

Pour obtenir une série à prix constants, l'Office fédéral de la statistique corrige le RNN à l'aide de l'indice des prix à la consommation (IPC). Dès lors, certains auteurs procédèrent de la même manière avec le PNN (voir la Statistique historique de la Suisse, 1996). Andrist, Anderson et Williams (2000), lors d'estimations du produit intérieur brut réel de 1914 à 1947, se fondent eux aussi pour la période 1929–1938 sur les estimations officielles du PNN nominal auxquelles ils appliquent l'IPC comme déflateur.¹²

Le tableau 1 indique l'évolution du RNN et du PNN nominal et réel, ce dernier étant obtenu à l'aide de l'IPC. Dans le contexte qui nous intéresse, l'important est l'évolution du PNN réel. Celui-ci augmenta encore quelque peu en 1930 avant de diminuer de quelque 5% au total durant les deux années suivantes. Comparé à la production industrielle suisse, le PNN réel fut donc touché plus tard et moins fortement par la crise économique mondiale. Une légère reprise passagère (1933–1934) fut suivie d'une nouvelle diminution (1935–1936). Après la dévaluation du franc seulement, une croissance sensible put être observée.

Revenu national net et produit national net

Tableau 1

Année	Revenu national net	Impôts indirects	Produit national net (PNN)	IPC, 1929=100	PNN avec l'IPC comme déflateur (indice 1929=100)
1929	9469	284	9753	100,0	100,0
1930	9344	290	9634	98,3	100,5
1931	8609	296	8905	93,2	98,0
1932	7685	302	7987	85,9	95,3
1933	7698	308	8006	81,5	100,7
1934	7599	314	7913	80,3	101,0
1935	7429	320	7749	79,5	99,9
1936	7457	326	7783	80,9	98,6
1937	8160	332	8492	84,8	102,7
1938	8202	340	8542	85,0	103,1

12 Nous ne sommes pas parvenus à reconstruire le PNN réel calculé par Mitchell (1992). Lorsque les valeurs nominales correspondent aux estimations officielles, le déflateur implicite s'écarte de l'IPC comme de l'indice des prix de gros.

L'emploi de l'IPC comme déflateur est hélas problématique lors de l'estimation du PNN réel. Il s'agit d'une solution de fortune à laquelle nous recourons parce que l'Office fédéral de la statistique n'a pas calculé de déflateur du produit national approprié pour la période précédant la Deuxième Guerre mondiale. L'IPC diverge dans sa conception sur deux points par rapport au déflateur conventionnel du produit national.

Premièrement, un tel déflateur ne comprend que les prix des biens fabriqués dans le pays, alors que l'IPC s'étend également à ceux des biens importés. Toutes les données disponibles montrent que les prix des importations baissèrent pendant la Grande Dépression bien davantage que ceux des biens fabriqués domestiquement. Il en découle que le fléchissement de l'IPC – toute chose étant égale par ailleurs – devrait dépasser celui du déflateur du produit national.

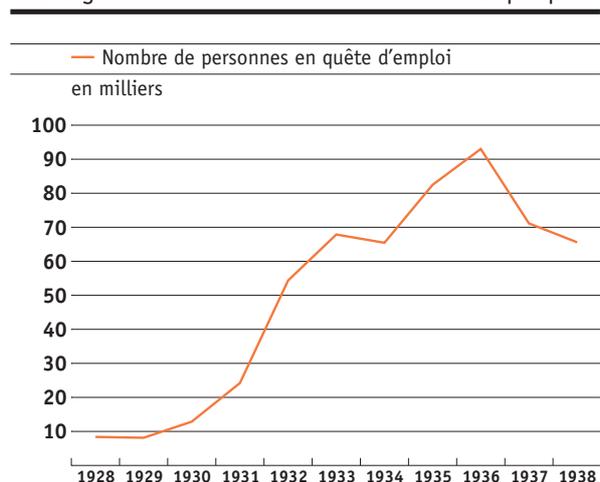
Deuxièmement, l'IPC se fonde sur un panier de marchandises (indice de Laspeyres), alors que le déflateur du produit national indique le prix des biens produits pendant une période déterminée (indice de Paasche).¹³ L'IPC ignore donc la possibilité des consommateurs de réagir aux variations de prix relatifs et de remplacer les biens dont les prix sont montés par ceux dont les prix ont baissé. Par conséquent, l'IPC reflète – toute chose étant égale par ailleurs – une inflation supérieure ou une déflation inférieure à celle que traduit le déflateur du produit national.

Ces deux différences n'exercent pas leur effet dans la même direction et ne permettent donc pas de tirer de conclusions précises sur le plan qualitatif. Toutefois, à défaut d'élasticités de substitution fortement élevées, la seconde différence, soit celle entre les indices de Paasche et de Laspeyres, pourrait exercer des effets bien plus faibles que la première. Il en découle que l'IPC baissa probablement davantage que ne l'aurait fait un déflateur conventionnel du produit national. Ainsi, le PNN réel de la Suisse calculé au moyen de l'IPC pourrait indiquer pendant la Grande Dépression une diminution trop faible de la production nationale.

Les données relatives au marché de l'emploi soulèvent d'autres difficultés. Nous disposons néanmoins du nombre de chômeurs enregistrés aux offices du travail (graphique 3). Les chômeurs se chiffraient ainsi à quelque 8000 personnes en moyenne durant l'année 1929. Par la suite, ce chiffre augmenta d'année en année, exception faite de 1934, et se monta finalement à 93 000 personnes en 1936. La valeur

mensuelle la plus élevée, à savoir 124 000 personnes, fut enregistrée en janvier 1936. Lorsque nous exprimons ces chiffres en proportion de la population active, le taux de chômage passe de 0,4% en 1929 à 4,8% en 1936 (point culminant janvier avec 6,4% avant déduction des variations saisonnières). Toutefois, l'envie de se faire enregistrer comme chômeur pourrait bien ne pas avoir été excessive. Il n'existait pas à l'époque d'assurance-chômage générale et obligatoire et les perspectives étaient minces que l'office du travail procure un emploi. Dans ces conditions, le chômage effectif devrait dépasser les chiffres officiels.

Chômage Graphique 3



13 Cette différence concerne l'IPC de l'époque (1921 = 100). L'IPC actuel (mai 2000 = 100) est un indice en chaîne, dont la pondération des composantes est ajustée une fois par an.

Une seconde manière de calculer le taux de chômage prend en considération ces objections. Elle consiste à mettre le nombre de chômeurs assurés par des caisses de chômage publiques et privées en rapport avec le nombre total de leurs assurés.¹⁴ Comme prévu, le taux de chômage ainsi calculé dépasse alors de beaucoup le taux calculé traditionnellement: en 1936, il se chiffrà à 14,6% en moyenne (point culminant janvier avec 20,9% avant déduction des variations saisonnières).¹⁵ Cette seconde méthode n'est pas non plus dépourvue d'inconvénients. D'une part, les données ne couvrent pas l'ensemble du marché du travail, puis, d'autre part, la propension à adhérer à une caisse dans les catégories professionnelles à fort risque de chômage était probablement supérieure à celle des autres catégories. Le taux calculé à partir du nombre d'assurés pourrait alors avoir tendance à être trop élevé.

Les imperfections des données relatives au PNN réel et au chômage donnent à penser que les comparaisons avec des données actuelles ou avec d'autres pays n'offrent qu'une image approximative de la réalité. Toutefois, il ne faut pas relativiser à l'excès. Aux Etats-Unis, le PNB réel diminua de 30% entre 1929 et 1933. En 1933, 25% de la population active étaient enregistrés en moyenne comme chômeur (Mitchell, 1992). En Allemagne, autre épice de la crise, le PNN réel fléchit de 23% entre 1928 et 1932 et 30% de la population active étaient enregistrés comme chômeur en 1932 (Mitchell, 1993). A la vue de ces taux, il ne fait pas de doute que la Grande Dépression fut relativement modérée en Suisse.

2.2 Production industrielle, construction, commerce extérieur et dépenses publiques

D'autres indicateurs économiques complètent l'image que nous nous faisons de la Grande Dépression en Suisse. Le plus important est certainement la production industrielle, à laquelle nous avons déjà recouru dans la comparaison internationale du graphique 1. Nos données sont des estimations de David (1996) qui assembla divers indices par branche. Selon ses estimations, la production industrielle passa de 100 en 1929 à 79 en 1932. Par la suite, elle augmenta quelque peu (1934: 88) avant d'atteindre de nouveau, en 1935 (80) et 1936 (82), quasiment le niveau minimal de 1932. Le tournant n'eut lieu qu'en 1937 après la dévaluation du franc suisse, la production industrielle atteignit alors pratiquement le niveau de 1929 (103).

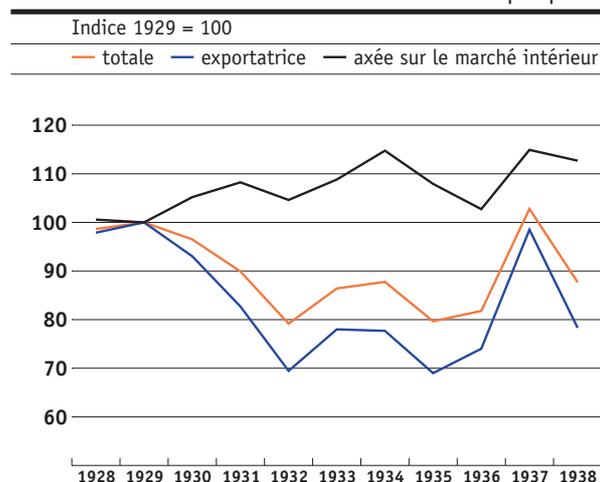
14 Le calcul se fonde sur les indications de 15 caisses publiques d'assurance-chômage de Suisse alémanique ainsi que de 15 caisses privées (voir la Statistique historique de la Suisse, 1996).

15 Le chômage partiel précède le chômage complet. Dès 1932, il atteignit son apogée (en moyenne 11,6% des assurés). En 1935, il se montait à 4,9%.

La désagrégation par branche montre quelles forces agissent sur la production industrielle suisse. L'industrie horlogère, secteur typiquement exportateur, fut frappée la première et la plus fortement. D'autres branches exportatrices, telles l'industrie des machines, textile ou chimique, essuyèrent aussi des pertes sensibles dès les deux premières années de dépression. Parmi les branches citées, seule la chimie put se développer relativement bien à partir de 1933, alors que des pressions s'exerçaient sur la production des autres secteurs jusqu'en 1937. L'évolution des branches axées sur le marché intérieur fut toute différente. La production de l'industrie du ciment augmenta sensiblement jusqu'en 1931 et l'industrie de l'alimentation enregistra encore en 1931 un meilleur résultat qu'en 1929. Bien que l'industrie du ciment subît par la suite un fléchissement continu jusqu'en 1936, l'industrie des biens alimentaires, peu sensible au cycle économique, enregistra encore un taux d'occupation appréciable.

Le graphique 4 montre l'évolution des indices partiels calculés par David (1986) de l'industrie exportatrice et de l'industrie axée sur le marché intérieur.¹⁶ Il en ressort que la production de l'industrie exportatrice diminua de quelque 30% de 1929 à 1932 et ne regagna qu'en 1937 à peu près son niveau de 1929. En revanche, la production de l'industrie axée sur le marché intérieur s'accrut de 1929 à 1931 ainsi que de 1932 à 1934. Elle fut néanmoins faible en 1935 et 1936 bien que dépassant quelque peu le niveau de 1929 pendant ces deux ans.

Production industrielle suisse Graphique 4



16 Lors du calcul des indices partiels par branche, David (1996) inclut dans l'industrie exportatrice l'industrie chimique, textile, des métaux, des machines, de la chaussure et l'horlogerie. L'industrie du papier, du ciment et de l'alimentation sont classées dans l'industrie axée sur le marché intérieur.

L'évolution opposée de l'industrie exportatrice et de l'industrie axée sur le marché intérieur fournit une explication quant à l'écart entre le développement du PNN réel et celui de la production industrielle au début de la Grande Dépression. Alors que la production industrielle fléchit à partir de 1929, le PNN réel progressa encore en 1930. Cette augmentation reflète la vigueur de la demande intérieure, qui se manifesta plus dans l'évolution du PNN réel que dans celle de la production industrielle dépendant davantage de l'industrie exportatrice.

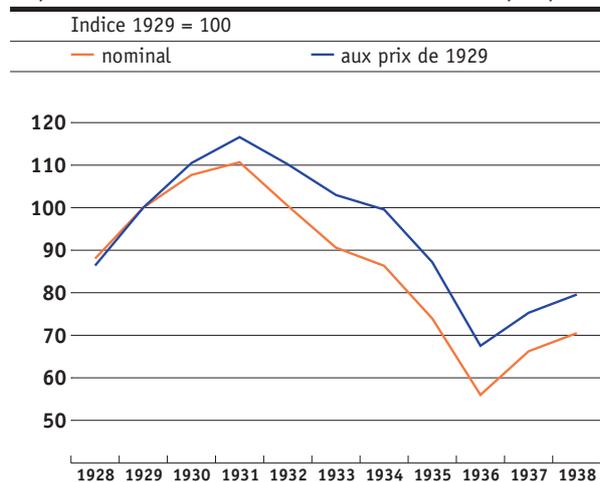
Pendant les premières années de dépression, la demande intérieure fut encore stimulée par les investissements dans la construction. Comme indiqué, la production de l'industrie du ciment s'accrût sensiblement jusqu'en 1931. Les dépenses de construction confirment cette évolution. Comme le montre le graphique 5, elles progressèrent en termes réels de 17% entre 1929 et 1931. Elles se réduisirent par la suite et se montèrent en 1934 au niveau de 1929. En 1935 et 1936, elles continuèrent de diminuer sensiblement. Les dépenses de construction n'atteignirent qu'après la guerre leur niveau de la première moitié des années trente.¹⁷

Quant aux effets de la demande extérieure, ils ressortent le mieux des statistiques du commerce extérieur. Celles-ci révèlent que les exportations de marchandises diminuèrent des deux tiers entre 1929 et 1932. Si une part du fléchissement s'explique par la baisse des prix sur les marchés mondiaux, les exportations en tonnes décrurent également de plus de 50% pendant ces trois ans (graphique 7). La part des exportations de marchandises dans le PNN nominal traduit une évolution analogue. Elle passa de 22% en 1929 à 10% en 1932. Par la suite, elle ne changea presque pas jusqu'en 1936. Seule la dévaluation de 1936 entraîna une certaine reprise, mais l'industrie exportatrice continua de vivre des temps difficiles. En 1937 et 1938, la part des exportations dans le PNN nominal était à peine au niveau de 1931 (15%).

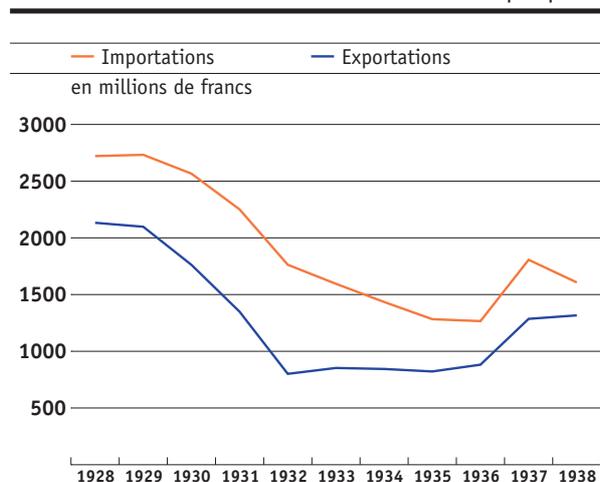
Pendant que l'évolution des exportations s'explique presque uniquement par la demande extérieure durant les deux premières années de crise, deux autres facteurs s'y ajoutent à partir de 1931: la dévaluation des monnaies de pays importateurs majeurs et la montée du protectionnisme. A fin 1931, la Suisse réagit en passant d'une politique commerciale multilatérale à une politique bilatérale. Le mot d'ordre était de mettre les importations au service des exportations. L'instrument de cette politique était le contingentement. De plus, un système de

17 Le secteur de la construction dispose de données relatives aux dépenses nominales de construction. Pour obtenir les dépenses réelles, nous appliquons comme déflateur l'indice zurichois des coûts de la construction aux dépenses nominales.

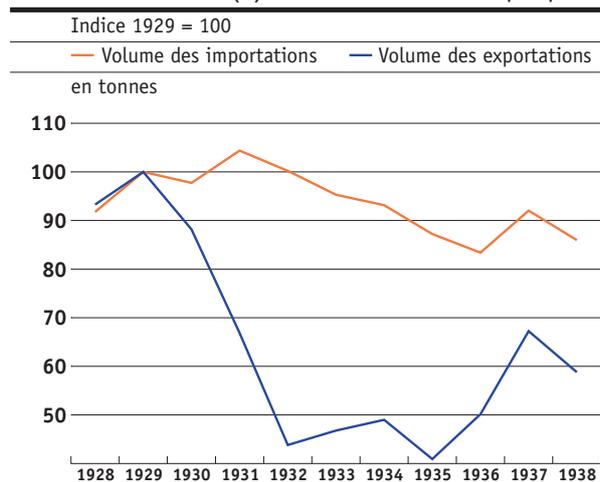
Dépenses de construction Graphique 5



Commerce extérieur Graphique 6



Commerce extérieur (2) Graphique 7



compensations contrôlé par l'Etat (*clearing*) fut introduit dans les échanges avec les pays qui avaient instauré un contrôle des changes.¹⁸ Au total, la Suisse conclut des accords de «clearing» avec 12 Etats de 1931 à 1937, le plus important étant avec l'Allemagne (1934). En raison du bilatéralisme commercial, le déficit de la balance commerciale resta relativement limité malgré les dévaluations effectuées à l'étranger. Comme le graphique 6 le montre, ce déficit diminua après une augmentation vigoureuse en 1931 et 1932. Par rapport au PNN nominal, il passa de 7% en 1929 à 12% en 1932, avant de fléchir assez régulièrement jusqu'à 5% en 1936 et même 3% en 1938. De 1935 à 1938, il fut constamment inférieur au taux enregistré au début de la crise de 1929.

Pour finir, jetons un coup d'œil sur les dépenses publiques et la politique financière. Le tableau 2 établit le rapport entre les comptes de gestion de la Confédération, des cantons et des grandes communes et le PNN nominal.¹⁹ Il en ressort que la part des dépenses publiques dans le PNN s'accrût modérément durant les années de dépression. De 1930 à 1936, la part des dépenses fédérales passa de 5,0 à 6,7% et celle des dépenses cantonales de 6,1 à 8,6%. Comme les recettes augmentèrent simultanément par rapport

au PNN, les déficits budgétaires restèrent modestes. Durant les seules années 1933 et 1934, le budget de la Confédération se solda par un léger déficit. Bien que les budgets des cantons et des communes aient accusé dès 1931 un déficit, celui-ci demeura modéré. Au total, le déficit des comptes de gestion de la Confédération, des cantons et des grandes communes ne dépassa jamais 1,2% du PNN (1933).

L'évolution budgétaire démontre que la politique financière ne put que peu stimuler la conjoncture, la politique étant nettement axée sur l'équilibre budgétaire. On se souvenait encore du début des années vingt, quand déficit budgétaire et inflation allaient de pair dans de nombreux pays. La conviction qu'un assouplissement de la politique financière saperait la confiance des marchés dans la monnaie était également de mise. Dans la mesure où des dépenses supplémentaires étaient nécessaires pour combattre la crise (programmes visant à stimuler l'emploi, aide aux chômeurs, etc.), on s'efforça donc de rétablir l'équilibre budgétaire en faisant des économies dans d'autres secteurs et en majorant certains impôts.

Finances publiques (comptes de gestion)

Tableau 2

Année	Dépenses en % du PNN			Recettes en % du PNN			Excédent en % du PNN		
	Confédération	Cantons	Grandes communes	Confédération	Cantons	Grandes communes	Confédération	Cantons	Grandes communes
1929	3,9		2,8	5,3		2,9	1,4		0,1
1930	5,0	6,1	2,9	6,6	6,4	3,0	1,6	0,4	0,1
1931	4,5	7,1	3,4	5,5	7,1	3,4	1,0	-0,1	-0,0
1932	5,4	8,3	3,9	5,9	7,8	3,7	0,5	-0,5	-0,2
1933	5,6	8,6	4,0	5,5	7,7	3,8	-0,1	-0,9	-0,2
1934	6,3	8,6	4,0	6,1	7,9	3,9	-0,1	-0,7	-0,1
1935	6,5	8,6	4,2	6,8	8,1	4,0	0,3	-0,5	-0,1
1936	6,7	8,6	4,1	7,0	8,1	4,0	0,3	-0,5	-0,2
1937	6,3	8,1	3,8	6,6	8,0	3,7	0,3	-0,1	-0,0
1938	7,1	8,5	3,8	6,7	8,2	3,8	-0,4	-0,3	0,0

18 Après deux premiers accords de «clearing» avec l'Autriche et la Hongrie en 1931, la BNS explique le système de «clearing» de la manière suivante (rapport de gestion 1931, p. 9-10): «La BNS se charge de recevoir et d'inscrire sur un compte commun géré au nom de la Banque nationale d'Autriche les paiements que les acheteurs suisses de marchan-

dises autrichiennes effectueront en monnaie suisse. De même, les acheteurs autrichiens de marchandises suisses verseront le montant de leur dette en schillings à la Banque nationale d'Autriche. Les banques d'émission se tiendront au courant des versements effectués dont elles répartiront les montants disponibles entre les fournisseurs,

conformément aux dispositions de l'accord». Voir une description détaillée des accords de «clearing» avec l'Allemagne et l'Italie dans Frech (2001).

19 Les communes sont membre de l'Association des villes suisses. Suivant l'année, leur nombre fluctue entre 59 et 64. Pour éviter de compter à double certains postes, il n'est pas possible d'additionner simplement les chiffres bruts des budgets fédéral, cantonaux et communaux.

2.3 Prix et salaires

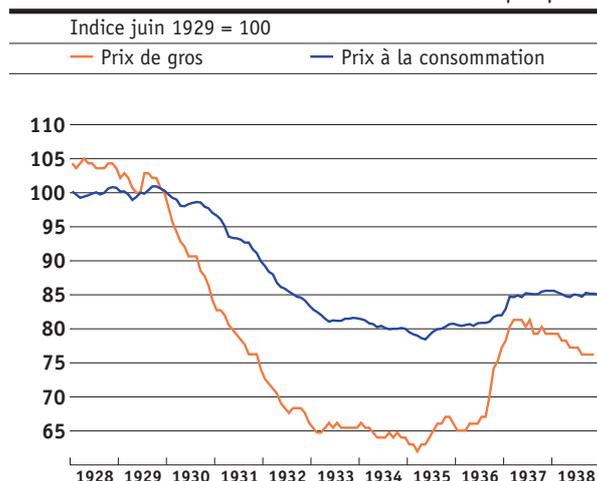
Une des caractéristiques de la Grande Dépression fut la baisse massive des prix. Comme nous l'avons indiqué, les prix de gros fléchirent à peu près à la même vitesse en Suisse et à l'étranger entre 1929 et 1931, c'est-à-dire avant le début des dévaluations. Par la suite, leur développement varia fortement suivant le régime monétaire (graphique 2). Le graphique 8 montre l'évolution mensuelle des prix de gros (IPG) en Suisse, qui permet de dater les points d'inflexion avec davantage de précision. Il en ressort que la baisse des prix de gros commença en août 1929 et se poursuivit presque sans interruption jusqu'en mars 1933. Le creux de la vague fut atteint en mars 1935 (de juillet 1929 à mars 1935: -39,6%). Après la dévaluation du franc suisse en septembre 1936, les prix de gros montèrent en flèche, mais tout en restant nettement inférieurs à ceux de 1929 et cela jusqu'à la fin de la période examinée, c'est-à-dire décembre 1938.

En règle générale, les prix à la consommation fluctuent moins que les prix de gros, car de nombreuses composantes de l'IPC ne sont pas soumises à la concurrence internationale dans la même mesure. Le graphique 8 indique que la baisse des prix à la consommation fut à peu près inférieure de moitié à celle des prix de gros entre le milieu de 1929 et la première moitié de 1935. Le fléchissement des prix à la consommation commença en novembre 1929, c'est-à-dire un peu après celui des prix de gros. Le creux de la vague fut également atteint un peu plus tard que dans le cas des prix de gros, à savoir en mai 1935 (d'octobre 1929 à mai 1935: -22,0%).²⁰

Contrairement aux prix des biens, les salaires nominaux ne baissèrent que peu durant la Grande Dépression. Il ressort du graphique 9 qu'ils montèrent même légèrement jusqu'en 1931 avant de baisser continuellement jusqu'en 1936.²¹ Le fléchissement par rapport à 1929 resta cependant inférieur à 10%. Le contraste prononcé entre l'évolution des prix et celle des salaires implique que les salaires réels montèrent sensiblement surtout pendant les premières années de la Grande Dépression. De 1929 à 1933, les salaires réels (ajustés au moyen de l'IPC) augmentèrent de 17%. Ultérieurement, ils baissèrent jusqu'en 1937, tout en dépassant de plus de 7% leur niveau de 1929.

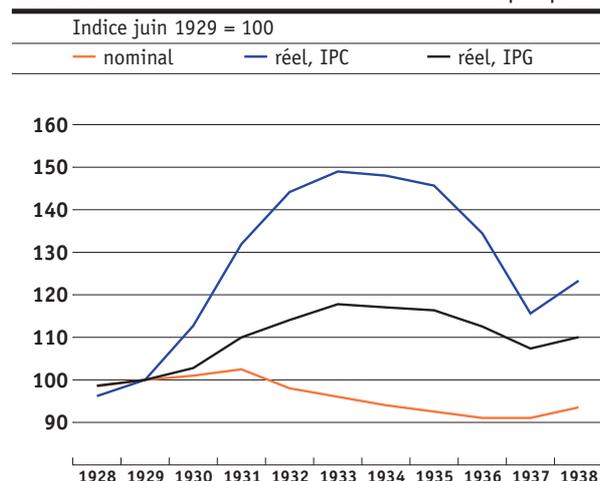
Vu sous l'angle de la production, l'indice des prix à la production devrait être appliqué comme déflateur des salaires nominaux. Les données disponibles obligent cependant à utiliser les valeurs les plus proches, soit les prix de gros. Ainsi calculés, les salaires réels montèrent beaucoup plus fortement que ceux calculés par le biais des prix à la consommation. Malgré une chute en 1936 et 1937, ils dépassaient encore nettement ceux du début de la Grande Dépression. En dépit de la qualité médiocre des données, l'impression subsiste donc que les salaires réels augmentèrent fortement.

Prix Graphique 8



20 Les deux indices des prix n'ont dépassé respectivement leur moyenne de 1929 qu'en 1940 (indice des prix de gros) et 1941 (IPC).

Salaires Graphique 9



21 Ces indications reposent sur les gains horaires nominaux de travailleurs accidentés. Les chiffres correspondants relatifs aux gains hebdomadaires aboutissent quasiment aux mêmes résultats.

Les autorités étaient conscientes que le niveau élevé des salaires réels empêchait le retour à la compétitivité internationale et générait du chômage. Cependant, elles ne pouvaient pas influencer directement la formation des salaires du secteur privé et devaient donc se contenter d'essayer d'abaisser les salaires du secteur public. Le manque de popularité de cette politique se manifesta en 1933 quand le Conseil fédéral et le Parlement voulurent abaisser passagèrement (1933–1934) de 7,5% les traitements des personnes au service de la Confédération. Le souverain recourut alors au référendum et, lors de la votation populaire du 28 mai 1933, rejeta la loi par une majorité de 55% des voix.²²

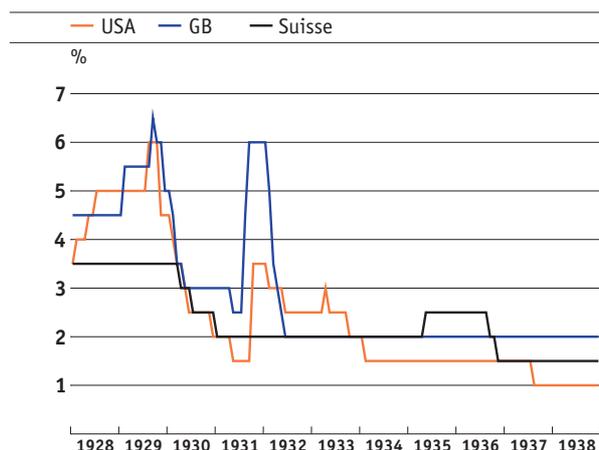
Contrairement aux autres pays qui avaient renoncé plus tôt au régime de l'étalon-or, la Suisse enregistra une très forte hausse des salaires réels pendant la Grande Dépression. Elle partagea ainsi le sort de tous les pays du bloc-or. Eichengreen et Sachs (1985) ainsi que Bernanke et Carey (1996) ont démontré que le niveau des salaires réels dans les pays du bloc-or à partir de 1932 fut systématiquement supérieur à celui des autres pays. Le manque de flexibilité des salaires contribua donc à la longue durée de la dépression dans les pays du bloc-or.

2.4 Taux d'intérêt

Les deux prochaines sections examinent les conditions monétaires – taux d'intérêt et taux de change – que l'économie suisse connut durant la Grande Dépression. Comme dans tout système de changes fixes, le niveau des taux d'intérêt échappait en grande partie au contrôle de la banque centrale dans le régime de l'étalon-or. C'était particulièrement vrai pour le cas d'un petit pays comme la Suisse. Bien que la BNS ait fixé directement le taux d'escompte et celui des avances sur nantissement, elle dut tenir compte du cours de change et de la couverture métallique des billets en circulation. La loi sur la monnaie du 3 juin 1931 fixait la parité-or du franc à 290,322 mg et la loi sur la Banque nationale prescrivait une couverture métallique minimale de 40% des billets en circulation.

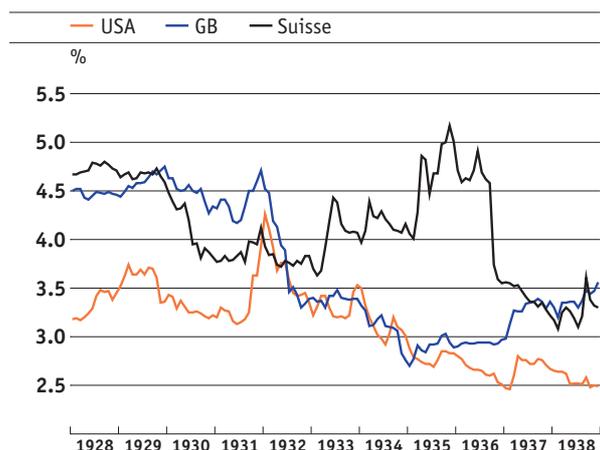
Du début 1930 au début 1931, la BNS abaissa par trois fois (3 avril et 10 juillet 1930, 22 janvier 1931) son taux d'escompte de 50 points de base, le faisant ainsi passer de 3,5 à 2%. Elle ne le modifia ensuite plus pendant au moins quatre ans. Toutefois, le franc subit de telles pressions en 1935 que la BNS porta le taux d'escompte de 2 à 2,5% le 3 mai. Juste avant la dévaluation du franc, à savoir le 9 septembre 1936, elle fixa à nouveau le taux d'escompte à 2%. Cette mesure démontre que la BNS se sentait très sûre trois semaines avant la dévaluation. Après celle-ci, soit le 26 novembre, elle fixa le taux d'escompte à 1,5%, taux le plus bas depuis sa fondation en 1907. Le taux lombard fut toujours supérieur au taux d'escompte. L'écart entre les deux taux directs se montait entre le 8 février et 1933 et le 3 mai 1935 à 0,5%, sinon à 1%.

Taux d'escompte Graphique 10



22 Le même objectif fut cependant réalisé ultérieurement par un arrêté fédéral urgent et sous une forme légèrement modifiée. Voir Rutz (1970, p. 185).

Rendements des obligations Graphique 11



Le graphique 10 montre l'évolution du taux d'escompte en Suisse, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. On y voit le resserrement de la politique monétaire américaine en 1928 et 1929. Selon Hamilton (1987), ce processus causa la récession qui aboutit à la Grande Dépression. Le relèvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis obligea la Grande-Bretagne à majorer également son taux d'escompte. En revanche, le taux d'escompte ne fut pas modifié en Suisse. Ce scénario se répéta en 1931, quand l'Allemagne, la Grande-Bretagne et les Etats-Unis portèrent respectivement leur taux d'escompte à 10%, 6% et 3,5%, alors que la BNS ne modifia pas le sien. Ces événements démontrent que les marchés avaient une grande confiance dans notre monnaie durant les premières années de la Grande Dépression.

La situation se renversa lorsque la Grande-Bretagne et les Etats-Unis regagnèrent, en laissant flotter leur monnaie, leur liberté d'action en politique monétaire. Ce fut à ce moment-là au tour des pays du bloc-or de chercher à défendre leur parité-or en relevant leur taux d'escompte, alors que la Grande-Bretagne maintenait le sien à 2% et que les Etats-Unis abaissaient graduellement le leur à 1%. La situation de la BNS resta cependant relativement aisée en regard de celle des autres pays du bloc-or. Notre institut d'émission ne porta son taux d'escompte que passagèrement à 2,5% (3 mai 1935), tandis que la France élevait le sien à 6% par moments.

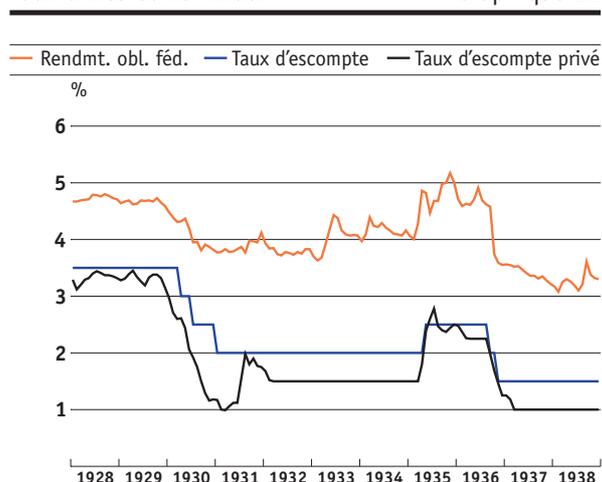
Le manque de confiance dans la parité-or du franc suisse au début 1935 s'explique surtout par la faiblesse de la demande globale, qui se reportait toujours davantage de l'industrie exportatrice à l'économie axée sur le marché intérieur. A cela s'ajouta l'initiative visant à combattre la crise lancée

par les syndicats et les Jeunes Paysans et objet d'une votation en juin 1935. L'initiative de crise était une tentative de résoudre la crise économique par des mesures interventionnistes. Ses adversaires affirmaient que son acceptation conduirait inexorablement à une dévaluation. Le 2 juin 1935, le peuple rejeta l'initiative par 563 000 voix contre 423 000, 18 cantons contre 4 la repoussant.²³

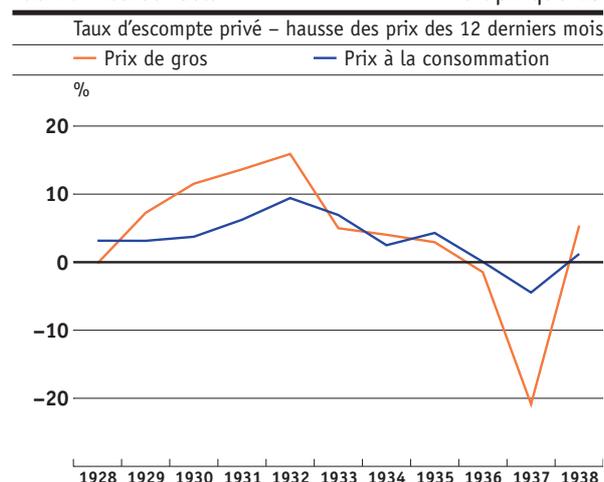
Le rendement des obligations (graphique 11) évolua parallèlement au taux d'escompte. De fin 1929 au début 1933, le rendement moyen des obligations fédérales descendit d'un peu plus de 100 points de base. Il remonta par la suite et oscilla la plupart du temps entre 4,5 et 5% en 1935 et 1936. Après la dévaluation de septembre 1936, il chuta et s'établit, comme en 1928 et 1929, au niveau des rendements enregistrés en Grande-Bretagne. L'évolution des rendements obligataires confirme donc que les pays ayant renoncé au régime de l'étalon-or bénéficièrent de taux d'intérêt plus bas que les autres pays.

Ce ne sont pas les taux d'intérêt nominaux, mais bien les taux réels qui exercent des effets déterminants sur l'économie réelle. A quel niveau se situaient-ils pendant la Grande Dépression? La première difficulté réside dans l'impossibilité d'observer directement les anticipations inflationnistes et déflationnistes. Par souci de simplification, les considérations qui suivent partent donc du principe que les marchés observent simplement l'évolution antérieure des prix. L'inflation anticipée pour les 12 prochains

Taux d'intérêt nominaux Graphique 12



Taux d'intérêt réels Graphique 13



23 Voir Müller (2000) pour le débat autour de l'initiative de crise.

mois est donc supposée être égale à l'inflation réalisée les 12 derniers mois.²⁴ La seconde difficulté provient du fait que nous ne disposons pas de taux d'intérêt à court terme et à durée fixe en francs suisses. Par conséquent, nous prenons comme taux d'intérêt nominal d'un placement monétaire de 12 mois le taux d'escompte privé, considéré alors comme indicateur valable des conditions régnant sur le marché monétaire.²⁵

Dans ces circonstances, le taux d'intérêt réel du marché monétaire est égal au taux d'intérêt privé, déduction faite du taux d'inflation pendant les 12 derniers mois. Les données annuelles figurant dans le graphique 13 se rapportent au mois de juin de l'année considérée. Les résultats montrent que les taux d'intérêt réels à court terme furent très élevés entre 1930 et 1932. C'est particulièrement vrai lorsque le niveau des prix se base sur l'indice des prix de gros. Une baisse sensible des taux d'intérêt réels n'eut lieu qu'après la dévaluation du franc. La baisse des taux d'intérêt nominaux et la hausse du niveau des prix contribuèrent toutes deux à la formation passagère de taux d'intérêt réels négatifs.

2.5 Cours de change

Le cours de change est l'autre variable monétaire importante après les taux d'intérêt. Comme la plupart des pays dévaluèrent leur monnaie par rapport à l'or avant la Suisse, l'économie helvétique souffrit d'une hausse massive de la valeur externe du franc de 1931 à 1936. Le renchérissement du franc eut pour conséquence d'exacerber la crise de l'industrie exportatrice et du tourisme.

Les graphiques 14a à 14d présentent l'évolution du franc suisse par rapport aux principales monnaies (dollar, livre, franc français, Reichsmark) de 1928 à 1938. Une baisse de l'indice des changes (juin 1929 = 100) correspond à une appréciation du franc. En plus des cours nominaux, on trouve deux cours réels, déduction faite des niveaux des prix en Suisse et à l'étranger. Ces deux cours réels se distinguent l'un de l'autre par l'application soit de l'IPC soit de l'indice des prix de gros.

Il ressort de ces graphiques que l'appréciation nominale et réelle du franc suisse se fit surtout par rapport à la livre et au dollar. Comme les prix américains et britanniques à la consommation avant la renonciation de ces pays à l'étalon-or baissèrent un peu plus vite que ceux de la Suisse, la valeur réelle du franc s'éleva dès les premières années de la Grande

Dépression. Toutefois, la situation s'aggrava quand tout d'abord la Grande-Bretagne (1931), puis les Etats-Unis (1933) laissèrent flotter leur monnaie. Les cours de la livre et du dollar baissèrent alors sensiblement. Lorsque les autorités américaines stabilisèrent le dollar au début 1934, le cours nominal fluctuait quelque 40% au-dessous de son niveau de juin 1929. Le cours de change réel calculé à l'aide de l'IPC se trouva pratiquement aussi bas, tandis que le cours réel calculé au moyen de l'indice des prix de gros descendit de quelque 30%. Seule la dévaluation du franc suisse au mois de septembre 1936 permit au cours de change réel calculé à l'aide de l'indice des prix de gros de remonter à peu près au niveau de 1931.²⁶

Par rapport au franc français, le cours nominal du franc suisse ne changea guère pendant toute la période examinée. En septembre 1936, les deux pays dévaluèrent leur monnaie dans les mêmes proportions, de sorte que le rapport de change ne fut pas modifié. En raison de la hausse des prix qui se manifestait toujours davantage en France à partir du milieu de 1935, des pressions commencèrent de nouveau à s'exercer sur le franc français peu après la dévaluation. Quelques mois plus tard, le gouvernement français abandonnait le franc français à son sort.

Le cours du franc suisse par rapport au Reichsmark ne nous intéresse qu'en marge. En 1931, l'Allemagne réagit à la crise bancaire et monétaire en instaurant un contrôle des changes. Le cours des devises figurant dans le graphique 14d, axé sur la parité-or officielle du Reichsmark après 1931, est donc d'une signification limitée. A l'étranger, les billets de banque allemands ne s'échangeaient qu'avec une forte décote. Il en allait de même des différentes sortes de marks que le «Stillhalteabkommen» de 1931 et le moratoire des transferts de 1933 générèrent. Le tableau 3 indique l'évolution des cours de trois de ces types de marks: le «Registermark», l'«Effektenspermark» et le «Reisemark». Tous les trois s'échangeaient avec un fort discount qui augmenta au fil du temps.

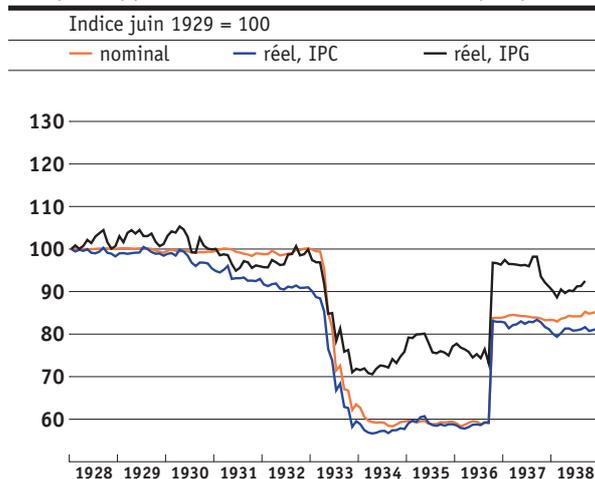
24 Une alternative consisterait à supposer une prévision parfaite, considérant l'inflation prévue pour une certaine période comme l'inflation réalisée pendant la même période. Nous n'avons pas retenu cette option, car la déflation ne fut probablement guère prévue par les marchés pendant la première année de la Grande

Dépression (voir Hamilton, 1992) de même que la dévaluation de 1936 surprit également les marchés, comme nous le verrons dans la prochaine section.

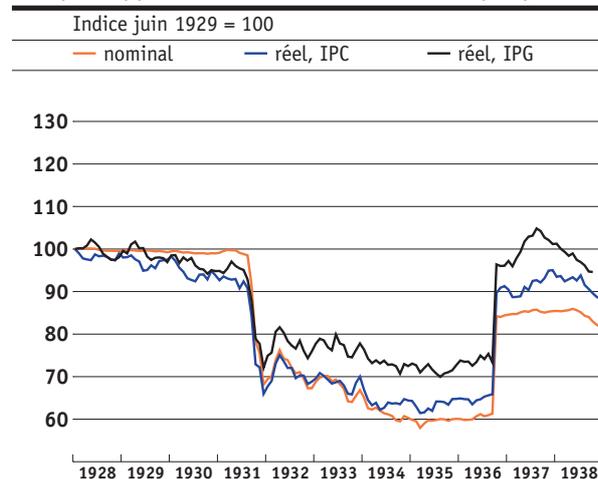
25 Le taux d'escompte privé fut néanmoins fixé un certain temps sur la base d'une convention entre les banques.

26 La dévaluation du franc de 30% (exprimée en unités-or par franc) correspond à une hausse de change de 42% (exprimée en francs par unité de devises ou unité-or).

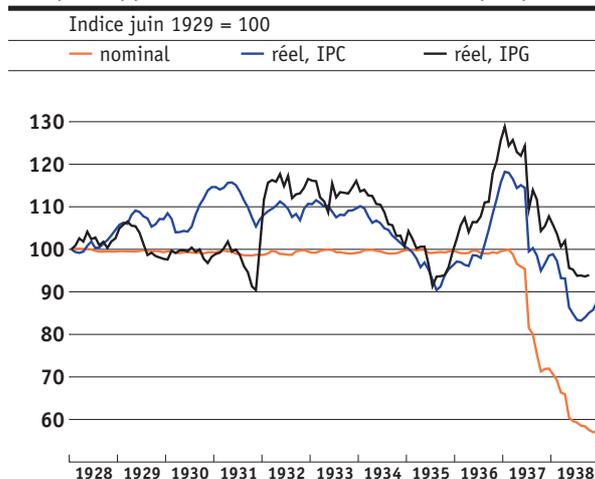
CHF par rapport au USD Graphique 14a



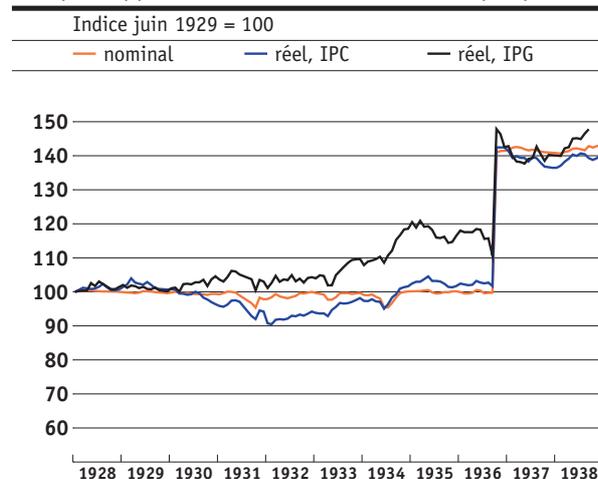
CHF par rapport au GBP Graphique 14b



CHF par rapport au FRF Graphique 14c



CHF par rapport au RM Graphique 14d



Dans l'ensemble, les graphiques démontrent que la compétitivité que l'économie suisse avait perdue par rapport à une grande partie du monde entre 1931 et 1933 ne fut regagnée que par la dévaluation de septembre 1936. La Suisse ne parvint guère à compenser l'appréciation face aux monnaies importantes par une plus forte déflation – ou par une inflation moindre – que celle de l'étranger.

Dans son étude sur la politique économique de la Suisse, Rutz (1970) affirme que la politique d'ajustement fut affaiblie par de nombreuses mesures étatiques qui eurent tendance à soutenir les prix.²⁷ La BNS était du même avis. Examinant rétrospectivement l'année 1936, elle constata (rapport de gestion, 1936, p. 11) : «Jusqu'au 26 septembre 1936, la politique économique suivie par le Conseil fédéral tendait

à adapter le niveau des prix suisses à celui de l'étranger par la réduction des prix et des salaires. Mais la protection officielle accordée à certaines branches de l'économie en difficultés entravait la mise en pratique des principes adoptés. Un des obstacles, et non des moindres, auquel l'adaptation se heurta, c'est l'endettement hypothécaire relativement considérable de l'économie privée.»

En raison de l'échec de cette politique d'ajustement, on peut se demander si la dévaluation du 27 septembre 1936 était attendue ou pas. Le cours de change à terme est un indicateur des anticipations de change par les marchés. Le graphique 15 reflète l'évolution de la prime à trois mois du franc suisse par rapport à la livre du début 1935 à fin 1936. Par comparaison, il contient les primes correspondantes du

27 Parmi les mesures réduisant l'offre, il faut compter la cartellisation de l'industrie horlogère, l'interdiction de construire des hôtels, l'interdiction d'ouvrir et d'agrandir les grands magasins, ainsi que des mesures analogues en faveur de l'industrie de la

broderie et de la chaussure. Parmi les mesures augmentant la demande, mentionnons les garanties d'achat de produits agricoles et le soutien du prix du lait.

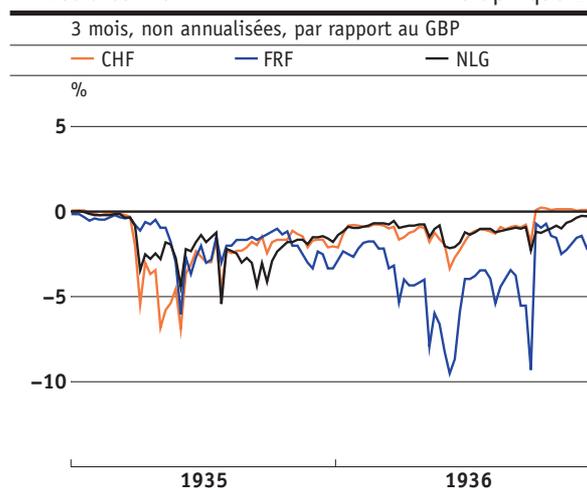
Année	Devises	Clearing	Billets de banque	Registermark	Effekten- sperrmark	Reisemark
	Moyenne de décembre	Fin d'année	Fin d'année	Fin d'année	Fin d'année	Fin d'année
1934	123.82	123.50	113.50	75.50	49.50	85.00
1935	123.86	123.60	–	64.75	27.75	77.00
1936	174.90	174.50	–	80.50	36.25	95.00
1937	174.16	174.00	88.00	92.50	29.00	109.00
1938	177.05	176.85	53.50	76.00	18.75	105.00

franc français et du florin, les deux autres monnaies restées dans le bloc-or en 1936.

Le graphique montre que les trois monnaies subirent une décote par rapport à la livre.²⁸ En période d'accalmie, la baisse du franc suisse s'inscrivit à environ 1% (prime à trois mois, non annualisée). La spéculation s'accroît en avril 1935, après que la Belgique ait dévalué sa monnaie, et en juin 1936 après la victoire du Front populaire en France. Dans ces deux phases, la décote du franc suisse atteignit respectivement environ 6 et 2,5%.

Dans les semaines précédant la dévaluation du 27 septembre 1936, la décote resta presque inchangée au-dessous de 1%, alors que celle du franc français augmenta considérablement. Au 26 septembre 1936, la décote du franc suisse se montait à 1,8%, ce qui signale l'anticipation que le cours du franc suisse exprimé en livres baissera les trois prochains mois de 1,8%. En d'autres termes, la probabilité que le franc soit dévalué de 30% n'était envisagée qu'à raison de 6%. L'évolution du cours à terme renforce donc l'impression que la dévaluation surprit les marchés.

Primes à terme Graphique 15



28 Une diminution (–) signifie que les trois monnaies du bloc-or étaient cotées à un cours plus bas (exprimé en livres) sur le marché à terme que sur le marché au comptant. A noter que le graphique 15 est basé sur le cours du

franc suisse en livres sterling, alors que le graphique 14 exprime l'unité de monnaie étrangère en francs suisses.

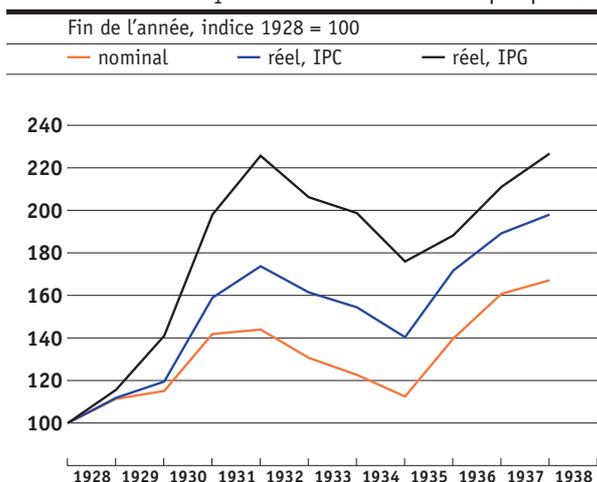
2.6 Agrégats monétaires et mouvements d'or: niveaux

Les agrégats monétaires et leurs composantes mettent en lumière l'évolution monétaire sous une autre perspective que les taux d'intérêt et les changes. Depuis Friedman et Schwartz (1963), les agrégats jouent un rôle important dans la littérature consacrée à la Grande Dépression. Friedman et Schwartz affirment que la réduction de la masse monétaire aux Etats-Unis, accompagnée de faillites bancaires, fut la principale raison du fléchissement massif de la demande globale. Selon eux, l'institut d'émission aurait dû s'y opposer: «Prevention or moderation of the decline in the stock of money, let alone the substitution of monetary expansion, would have reduced the contraction's severity and almost as certainly its duration» (Friedman et Schwartz, 1963, p. 301). La question se pose alors de savoir, si la Réserve fédérale disposait de cette latitude sans entrer en conflit avec le régime de l'étalon-or. Les Etats-Unis, disposant de quelque 40% des réserves mondiales d'or (Bordo et Schwartz, 2001), avaient probablement cette capacité, ce qui n'était guère le cas des petits pays.²⁹

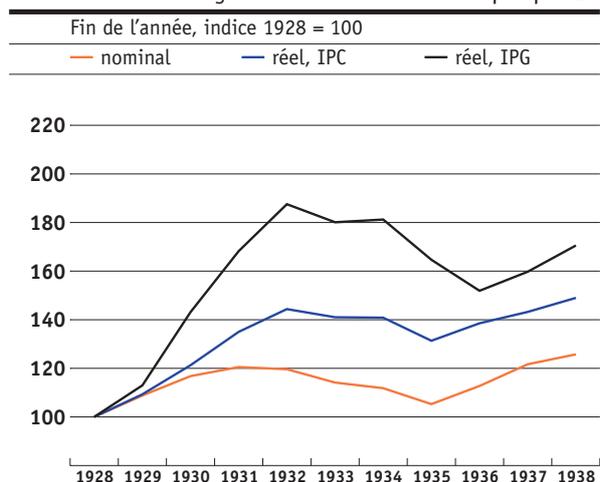
Il vaut néanmoins la peine d'examiner l'évolution des agrégats monétaires suisses. Les graphiques 16 et 17 montrent l'évolution nominale et réelle des agrégats M_1 et M_3 . M_1 comprend le numéraire en circulation et les dépôts à vue en banque et à la poste. M_3 inclut, de surcroît, les dépôts à terme et les dépôts d'épargne en banque. Toutes les données se rapportent à la fin de l'année.

Il ressort de ces graphiques que les agrégats monétaires nominaux eurent tendance à augmenter en fluctuant parfois fortement. De 1929 à 1938, ils dépassèrent toujours le niveau de fin 1928. L'agrégat monétaire M_1 crût vigoureusement en 1931 surtout, année au cours de laquelle la Grande-Bretagne renonça au régime de l'étalon-or et l'Allemagne instaura le contrôle des mouvements de capitaux. En 1931 et 1932, M_1 dépassait de plus de 40% son niveau de fin 1928. Durant les trois années suivantes, l'augmentation se résorba en grande partie, de sorte qu'à fin 1935, le montant était à peu près le même qu'à la fin des années 1929 et 1930. En 1936 seulement, M_1 augmenta de nouveau énergiquement. L'agrégat monétaire M_3 , plus large par définition, se développa de manière moins dynamique que M_1 . Le schéma de son évolution fut pourtant le même. Les

Masse monétaire M_1 Graphique 16



Masse monétaire M_3 Graphique 17



29 L'échec de la politique monétaire américaine réside, selon Meltzer (2003), dans le fait que la Réserve fédérale se soit laissée guider par la doctrine des «real bills». Les publications et procès-verbaux des séances de la BNS démontrent que cette doctrine

avait aussi ses partisans chez nous. On peut cependant approuver Weber (1983), quand il affirme que les conséquences étaient faibles dans le cas de la Suisse, la BNS axant uniquement son action sur les exigences du régime de l'étalon-or.

données trimestrielles disponibles depuis le quatrième trimestre de 1931 permettent d'observer les points d'inflexion plus précisément qu'auparavant. D'après ces chiffres, les deux agrégats monétaires nominaux atteignirent leur point culminant provisoire au premier trimestre de 1932 et leur plancher au deuxième trimestre de 1935 (M_1) et au troisième trimestre de 1935 (M_3).

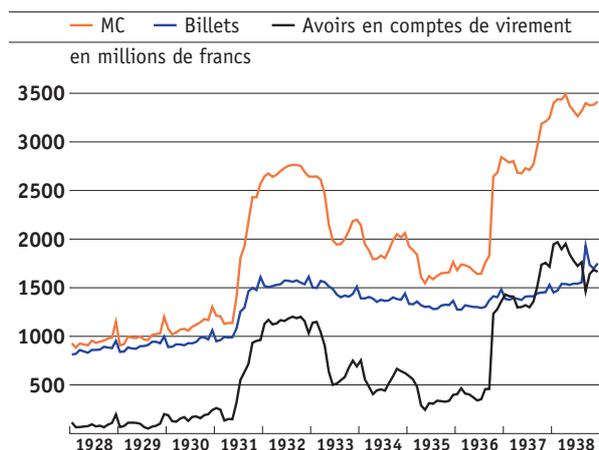
L'évolution des masses monétaires nominales M_1 et M_3 démontre que les prix baissèrent en Suisse malgré l'augmentation de ces agrégats. Il en résulte que les agrégats monétaires réels augmentèrent beaucoup plus fortement que les nominaux. Cette évolution apparaît dans les graphiques 16 et 17, qui comprennent en plus des stocks nominaux les agrégats réels calculés à l'aide des indices de prix. Le montant réel élevé de ces agrégats s'explique par le bas niveau des taux d'intérêt et par la déflation. Tous deux rendirent la détention d'espèces relativement attrayante et gonflèrent la demande monétaire réelle. L'évolution du PNN réel, sous pression depuis 1931, réduisit certes la demande réelle de monnaie, mais ne compensa visiblement pas ces forces antagonistes.

Un agrégat monétaire défini plus restrictivement que M_1 est la monnaie centrale, dont nous possédons les données mensuelles. Elle comprend les billets en circulation et les «autres engagements à vue» auprès de la BNS. La monnaie centrale se rapporte à la monnaie créée par la BNS et fait ainsi abstraction de la monnaie résultant de dépôts en banque.³⁰ Le graphique 18 reflète l'évolution de cet agrégat de 1928 à 1938. Il en découle que le montant de la monnaie centrale doubla en peu de mois durant l'année 1931 avant de se stabiliser par la suite à un niveau élevé. L'accroissement était dû à raison de

deux tiers aux avoirs en comptes de virements et à raison d'un tiers aux billets en circulation. Quant aux billets en circulation, la demande additionnelle portait avant tout sur les grosses coupures (billets de 1000 et de 500 francs). La situation resta calme jusqu'au premier trimestre de 1933. Après la renonciation à la convertibilité-or du dollar, le franc suisse fut l'objet à plusieurs reprises d'attaques spéculatives, de sorte que la monnaie centrale diminua avec de fortes fluctuations jusqu'à la dévaluation de 1936. Après celle-ci, la monnaie centrale augmenta et dépassa peu après le niveau élevé de 1932.

De 1933 à 1935, on peut discerner trois vagues de spéculation contre le franc, qui réduisirent chacune la monnaie centrale. La première dura de mars à juillet 1933 et résultait de la spéculation selon laquelle, après la renonciation des Etats-Unis au régime de l'étalon-or, la Suisse serait également forcée d'abandonner sa parité-or. Les marchés ne reprirent confiance dans le franc suisse qu'après la constitution du bloc-or (8 juillet 1933). La deuxième vague de spéculation s'étendit de février à avril 1934. Elle fut déclenchée par la stabilisation du dollar (31 janvier 1934) à 59% de son ancienne parité, ce qui raffermi la confiance dans le dollar et suscita de nouveaux doutes à propos de la parité-or du franc et des autres monnaies du bloc-or. Finalement, la troisième vague dura de janvier à juin 1935. Elle fut provoquée surtout par la crise bancaire en Belgique et la dévaluation de la monnaie belge le 31 mars 1935. Par la suite, le combat très vif mené avant la votation relative à l'initiative de crise lancée par les syndicats et les Jeunes Paysans troubla de nouveau les esprits. Une accalmie n'eut lieu qu'après le rejet de l'initiative le 2 juin 1935.

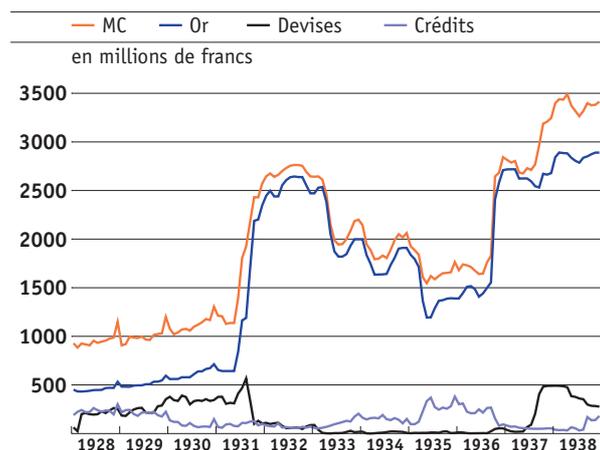
Monnaie centrale Graphique 18



30 Les «autres engagements à vue» se composent des comptes de virements et des comptes de dépôts. Ils incluent les comptes des administrations fédérales (après la dévaluation, également le «Goldaufwertungskonto» auquel est préalablement crédité le gain sur appréciation) qui n'étaient inscrits séparément que

dans les comptes annuels. Les comptes des administrations fédérales n'appartiennent pas à la monnaie centrale au sens propre. Voir Gruebler (1958) et Weber (1983) pour des calculs de la monnaie centrale et de la base monétaire à l'aide de données annuelles.

Monnaie centrale (2) Graphique 19



La BNS dispose de plusieurs instruments lui permettant de varier le montant de la monnaie centrale. Conformément à la loi sur la Banque nationale de 1929, elle pouvait acheter de l'or, des devises, des obligations émises par l'Etat ainsi qu'octroyer des crédits d'escompte et des avances sur nantissement.³¹ Le graphique 19 montre l'évolution des postes de l'actif les plus importants publiés dans la Situation hebdomadaire de la BNS. Il en ressort que l'encaisse-or constitua de loin la majeure partie des actifs de la BNS à partir de 1931. Au début de la période, le total des devises et crédits de refinancement atteignaient encore à peu près le même montant que l'encaisse-or. Mais en 1930, la BNS réduisit fortement l'octroi de tels crédits. Durant deux mois de 1931, il en alla de même du portefeuille de devises. En 1935 et 1936 seulement, lorsque la crise battait son plein, les crédits de refinancement augmentèrent passagèrement. Quant aux achats de devises, la BNS attendit encore jusqu'en 1937.

Le bénéfice de 539 millions de francs issu de la réévaluation du stock d'or au début octobre 1936 ne fut pas distribué mais crédité à un fonds d'égalisation des changes sous le libellé «autres engagements à vue». Ce fonds devait servir la BNS dans l'exécution de ses tâches de politique monétaire et rester à disposition en tant que réserve pour d'éventuelles pertes monétaires.³² Le fonds rend l'interprétation de la Situation de la BNS plus difficile. Ce qui est certain est que, dans les 2-3 semaines après la dépréciation, la BNS acheta de l'or sur le marché à la charge du compte de virements du fonds d'égalisation des changes. Dès fin octobre 1936, les «autres engagements à vue», provisoirement très influencés par ce compte de virement, peuvent donc à nouveau être considérés comme un bon indicateur de la liquidité du marché. Cependant, il faut rester prudent quant à l'interprétation des stocks d'or et de devises dans la Situation de la BNS jusqu'à la suppression du fonds d'égalisation des changes en 1940. Les placements de ce fonds ne furent tout d'abord pas inscrits dans la Situation, puis, à partir de fin 1936, seulement en bloc et ensuite séparés des stocks d'or et de devises réguliers. Pour cette raison, les données du graphique 19, basées sur la Situation de la BNS, ne reproduisent pas non plus tous les stocks d'or et de devises à partir d'octobre 1936.

2.7 Agrégats monétaires et mouvements d'or: coefficients de Bernanke.

Il vaut souvent la peine de décrire et d'interpréter l'évolution des agrégats monétaires à l'aide de simples ratios. Friedman et Schwartz (1963) procédèrent ainsi avec le multiplicateur monétaire et sa désagrégation en coefficient d'espèces (*currency-deposit ratio*) et en coefficient de réserves (*reserve-deposit ratio*). Weber (1983) suivit la même voie dans son analyse des agrégats monétaires suisses. Bernanke (1995) introduisit dans la littérature une ventilation alternative de la masse monétaire qui s'impose dans le cas d'un régime d'étalon-or (voir Faber, 1997 pour la Suisse). Sa définition est la suivante:

$$M \equiv \frac{M}{BASE} \cdot \frac{BASE}{RES} \cdot \frac{RES}{GOLD} \cdot QGOLD \cdot PGOLD.$$

M correspond à l'agrégat monétaire M_1 , $BASE$ à la base monétaire (dans notre cas, la monnaie centrale), RES aux réserves monétaires (or et devises) évaluées en francs, $GOLD$ à l'encaisse-or évalué en francs, $QGOLD$ au volume d'or et $PGOLD$ au prix de l'or (prix d'achat de la BNS). RES et $GOLD$ s'écartent des valeurs présentées au graphique 19 dans la mesure où celles-ci englobent les placements du fonds d'égalisation des changes et où le stock d'or est évalué non pas à sa valeur comptable mais au prix d'achat officiel de la BNS.³³

Cette ventilation de M permet de discerner l'origine des mouvements de la masse monétaire. Bernanke et Mihov (2000) ont établi une telle ventilation pour huit pays (Etats-Unis, Allemagne, France, Grande-Bretagne, Canada, Japon, Pologne, Suède). Le graphique 20 représente nos calculs pour la Suisse. Pour faciliter la comparaison avec les résultats de Bernanke et Mihov, nos ratios figurent comme dans leur ouvrage en variations cumulées des séries mensuelles logarithmiques à partir de juin 1928 (exception faite de $M/BASE$ basé sur des valeurs de fin d'année).

31 L'art. 14 al. 7 de la loi sur la Banque nationale habilitait la BNS à «acheter, pour son propre compte, des obligations à intérêts de la Confédération ou des cantons et d'Etats étrangers, stipulées au porteur et facilement réalisables; ces opérations ne pouvaient avoir lieu que pour un emploi temporaire des disponibilités de la Banque». En réalité la

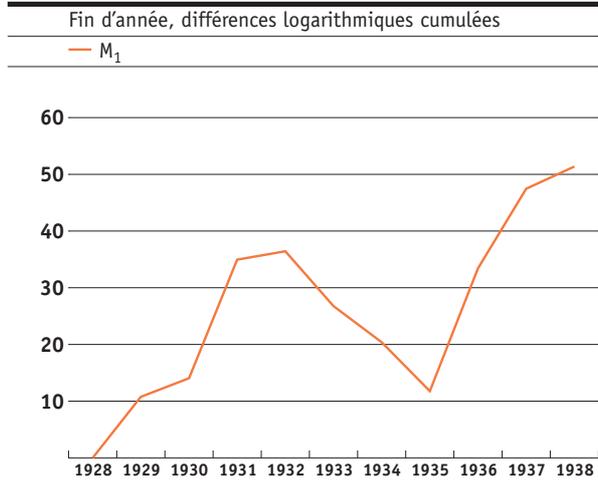
BNS ne fit que peu usage des «open market operations».

32 Le développement de la situation monétaire fut tel que la BNS y recourut peu. En mai 1940, le fonds d'égalisation des changes fut dissous et le montant libéré (533 millions de francs) réparti entre la Confédération (325 millions), les cantons (150 millions) et la BNS (58 millions).

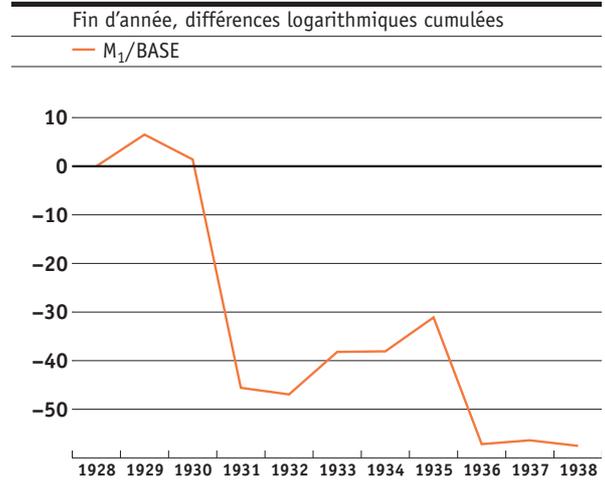
33 Les données concernant les placements du fonds d'égalisation des changes sont tirées de Jaquemmet (1974, annexe 3). Les données mensuelles débutent fin décembre 1936. Puisque la BNS possédait déjà au 15 octobre de l'or nouvellement acquis qui ne pouvait plus être versé au fonds (Jaquemmet, 1974, p. 88), nous

partons du principe qu'à fin octobre et à fin novembre le fonds était totalement investi en or.

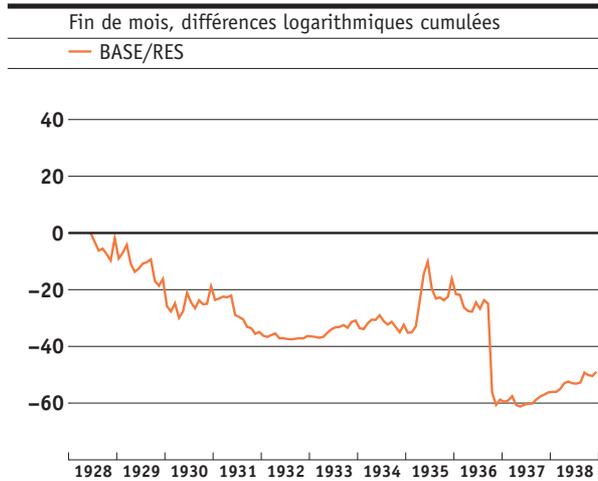
M_1 Graphique 20a



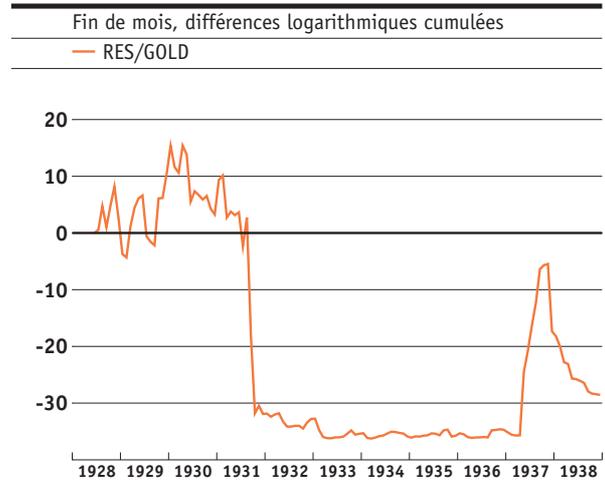
M_1 /BASE Graphique 20b



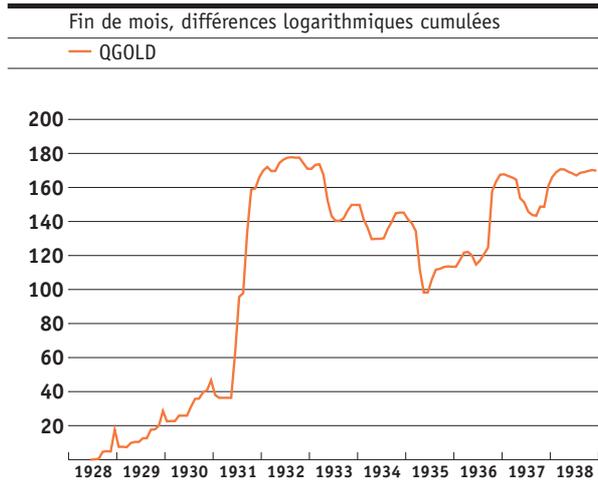
BASE/RES Graphique 20c



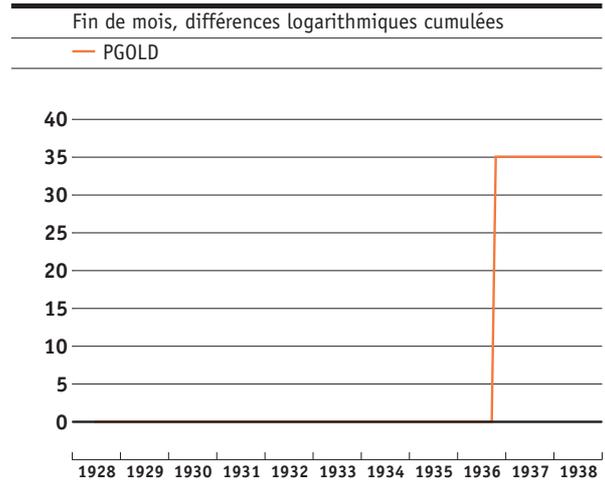
RES/GOLD Graphique 20d



Volume d'or Graphique 20e



Prix d'or Graphique 20f



Le premier quotient de notre définition M est $M/BASE$, le multiplicateur monétaire. Celui-ci dépend négativement des coefficients d'espèces et de réserves. Selon Bernanke (1995), le multiplicateur monétaire est pour la Grande Dépression surtout un indicateur de crises bancaires. Le public, doutant de la sûreté des banques, eut tendance à détenir davantage d'espèces en lieu et place des dépôts en banque. Les établissements de crédit furent alors obligés d'accroître leurs réserves de liquidités pour se prémunir contre des retraits importants et subits. Ces deux réactions abaissèrent $M/BASE$.

En Suisse, le multiplicateur monétaire se montait à 2,8 à fin 1929. Comme l'indique le graphique 20, il fléchit considérablement en 1931, monta légèrement jusqu'en 1935 et atteignit de nouveaux points minimaux de 1936 à 1938. La forte baisse de 1931 coïncida avec la crise bancaire internationale, qui se propagea alors d'Allemagne et d'Autriche en Suisse. Deux grandes banques, la Banque Populaire Suisse et la Banque d'Escompte Suisse, connurent des difficultés et durent recourir à l'aide de la Confédération.

Outre la crise bancaire, la crise monétaire internationale sembla se répercuter directement sur le multiplicateur monétaire suisse. Premièrement, le franc suisse était considéré comme relativement sûr en 1931, de sorte que la spéculation contre d'autres monnaies provoqua un fort afflux de fonds de l'étranger. Comme les banques s'attendaient à ce qu'une partie de ces fonds refluerait rapidement après le retour au calme, elles relevèrent leur coefficient de réserves. Deuxièmement, l'Allemagne instaura le contrôle des changes en 1931. Les billets de banque permettant de passer outre cette barrière, la nouvelle situation pourrait avoir accru la demande de billets libellés en francs suisses ainsi que le coefficient d'espèces.

Le deuxième quotient de notre définition est $BASE/RES$, le rapport entre la base monétaire et les réserves monétaires. Le quotient inversé $RES/BASE$ rappelle les prescriptions légales de couverture.³⁴ Bernanke considère $BASE/RES$ comme un indicateur de politique monétaire. Celui-ci indique si la banque centrale a neutralisé les effets que les variations des réserves monétaires exerçaient sur la base monétaire en procédant à des opérations compensatoires en matière d'escompte et d'avances sur nantissement ou bien si elle a toléré ces effets, voire les a accentués.

Comme le montre le graphique 20c, $BASE/RES$ eut tendance à baisser durant les premières années de la Grande Dépression. Lors de cette phase, la plus grande partie des effets, que l'augmentation des

réserves monétaires exerça sur la base monétaire, fut neutralisée par la réduction des crédits de refinancement. Toutefois, cette réduction était presque achevée quand l'augmentation des réserves monétaires s'accéléra fortement dans la seconde moitié de 1931. $BASE/RES$ ne monta à nouveau sensiblement qu'en avril 1935 et oscilla par la suite, jusqu'à la dévaluation de septembre 1936, à un niveau moyen qui correspondait à peu près à celui de la période allant du milieu de 1929 au milieu de 1931. Cette évolution démontre que la BNS ne réagit tout d'abord guère aux crises de confiance périodiques qui affectèrent le franc à partir de 1933, mais qu'elle s'efforça, en raison des conditions économiques de plus en plus précaires de 1935 et 1936, de préserver l'économie suisse des effets de la spéculation contre le franc.

La chute frappante de $BASE/RES$ en octobre 1936 reflète non pas un durcissement de la politique monétaire, mais une nouvelle évaluation de l'encaisse-or. Comme le gain de la dévaluation ne fut pas distribué, mais attribué à un fonds de stabilisation des changes, $BASE/RES$ descendit de quelque 35 points logarithmiques.

Le troisième quotient est $RES/GOLD$, le rapport entre les réserves monétaires et l'encaisse-or. Ce coefficient indique comment la BNS utilisa ses réserves de devises. L'évolution de $RES/GOLD$ fut marquée par un fort fléchissement en septembre et octobre 1931 (voir graphique 20d). Pendant ces deux mois, le quotient baissa de 29 points logarithmiques. Deux facteurs déterminèrent cette évolution. D'une part, la crise monétaire et bancaire à l'étranger accrût considérablement l'encaisse-or, puis, d'autre part, la BNS échangea ses avoirs en livres contre de l'or. En 1937, la BNS rehaussa passagèrement sa part de devises au sein de ses réserves monétaires. Elle réagit ainsi aux discussions concernant une baisse du prix mondial de l'or (Jaquemets, 1974, p. 89). Afin de ne pas inquiéter les marchés, la majeure partie de cette redistribution fut entreprise par le biais des investissements du fonds d'égalisation des changes.

Les deux derniers graphiques 20e et 20f reflètent l'évolution de l'encaisse-or $QGOLD$ en unités de poids et celle du prix de l'or $PGOLD$. $QGOLD$ comprend le stock d'or de la BNS, c'est-à-dire aussi les placements en or du fonds d'égalisation des changes. $PGOLD$ se base sur le prix d'achat officiel de la BNS. Selon l'arrêté de dévaluation, la BNS était chargée de maintenir la parité-or du franc entre 190 et 215 mg d'or fin, ce qui correspond à une dévaluation du franc de 25,9% au minimum et de 34,6% au maximum. Peu après, le Conseil fédéral chargea la BNS de maintenir

34 Toutefois, il faut relever certaines différences. La loi prévoyait que les billets en circulation – et non la base monétaire – devaient être couverts au moins à 40% par des métaux précieux – et non par des

réserves monétaires. De surcroît, les billets en circulation devaient être couverts à 100% par des actifs qui comprenaient, outre l'or et les devises, notamment les crédits d'escompte et les avances sur nantissement.

la parité-or du franc à un niveau équivalent à une dévaluation de quelque 30%. Ceci correspond à l'augmentation du prix d'achat de l'or exprimée en francs de 42% (ou 35 points logarithmiques).

En conclusion, on peut constater que *RES/GOLD*, *BASE/RES* et *M/BASE* baissèrent tous fortement durant les premières années de la Grande Dépression. Il en résulta que la masse monétaire M_1 (*M*) s'accrût de 26 points logarithmiques de fin 1929 à fin 1932, bien que l'encaisse-or (*QGOLD*) ait augmenté de 142 points logarithmiques. Après la dévaluation de septembre 1936, *QGOLD*, *RES/GOLD* et *BASE/RES* augmentèrent, si bien que *M* progressa aussi sensiblement, quoique *M/BASE* ait fléchi encore quelque peu.

Une comparaison avec les huit pays examinés par Bernanke et Mihov (2000) démontre que le cas de la Suisse est relativement similaire à celui de la France. Dans ce pays également, *RES/GOLD* et *M/BASE* baissèrent sensiblement au second semestre de 1931. Toutefois, de fin 1929 à fin 1932, M_1 et l'encaisse-or français ne s'accrurent respectivement que de 1 et de 69 points logarithmiques. L'augmentation relative de l'encaisse-or en Suisse fut nettement plus forte que celle de tous les pays analysés par Bernanke et Mihov. L'afflux d'or fut si fort que M_1 progressa nettement durant cette période, malgré un fléchissement considérable des trois quotients. Cela eut pour conséquence que l'approvisionnement en liquidités de l'économie et du système bancaire suisses fut plus important que cela n'aurait été le cas autrement. L'afflux d'or, pour sa part, aida aussi la Suisse à surmonter longtemps la Grande Dépression mieux que d'autres pays.

2.8 Les banques

Il y a deux raisons pour terminer notre analyse avec un regard particulier sur les banques: d'une part, les difficultés inhérentes au secteur bancaire furent une cause importante de la baisse du multiplicateur monétaire mentionnée dans la section précédente, puis, d'autre part, de telles traverses peuvent inciter les banques à renchérir leurs crédits ou à ne plus en octroyer du tout à certains segments de leur clientèle. Les crédits bancaires étant le seul financement externe de la plupart des entreprises et des ménages, un effet négatif s'exercerait alors sur la production et l'emploi.³⁵

L'évolution du secteur bancaire est reflétée dans les bilans des banques. Le tableau 4 montre que le total nominal des bilans augmenta encore quelque peu en 1930 (5%) avant de diminuer continuellement jusqu'en 1935 (1930–1935: –19%). La reprise n'eut lieu qu'en 1936, année de la dévaluation. A l'actif des bilans bancaires, un transfert prononcé s'effectua en faveur des placements sûrs. La part des encaisses progressa fortement, celle des titres modérément.³⁶ La proportion des placements hypothécaires s'accrût aussi. En revanche, les parts des prêts et avances (débiteurs, avoirs en banque, effets de change) diminuèrent.³⁷ Ce schéma correspond à ce que l'on attend, vu la situation de l'époque, de banques conscientes de leurs risques. Elles se protégèrent contre le risque lié aux retraits inopinés en accroissant leurs encaisses et leurs titres au détriment des débiteurs et des effets de change. De plus, les banques réagirent face à la détérioration de la qualité des débiteurs en augmentant la part des crédits gagés.

Nous ignorons l'ampleur des amortissements auxquels les banques procédèrent pendant la Grande Dépression. Il est toutefois certain que la difficulté des clients à honorer le paiement de leurs dettes s'accrût et que les crédits bancaires en souffrance augmentèrent. L'évolution des faillites d'entreprises enregistrées en Suisse figure dans le graphique 21. Le nombre de faillites atteignit son point culminant en 1936. Cette constatation corrobore d'autres indicateurs selon lesquels la crise s'étendit toujours davantage au marché intérieur, caractérisé par de nombreuses petites et moyennes entreprises.

35 Voir la contribution-clé de Bernanke (1983) et Calomiris (1993) pour un résumé de la littérature à ce sujet.

36 Les encaisses comprennent également les avoirs en comptes de virements et en comptes de chèques postaux. Les titres incluent les participations permanentes.

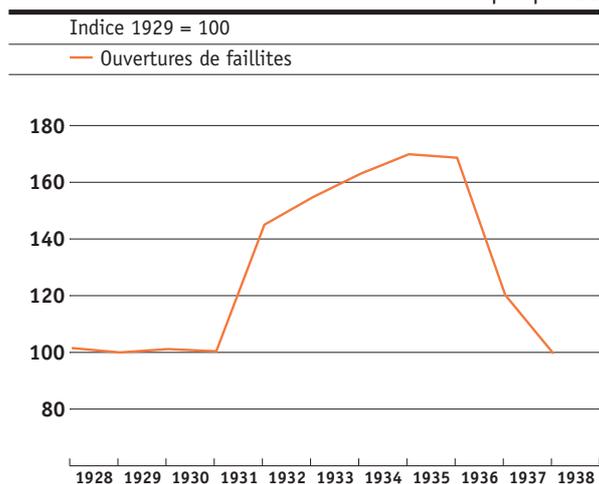
37 Les débiteurs sont constitués par le total des comptes courants débiteurs et des avances et prêts à terme fixe. Depuis 1930, la part des avances et prêts à terme fixe, garantis par des créances hypothécaires, figure également au bilan. De 1930 à 1938, celle-ci passa de 28 à 53% du total des bilans.

Année	Encaisse	Titres	Effets de change	Avoirs en banque	Débiteurs	Placements hypothécaires	Total du bilan
	en %	en %	en %	en %	en %	en %	mio. de francs
1929	1,8	6,4	9,4	10,7	34,0	33,7	20 493
1930	2,2	6,5	9,4	11,2	34,8	33,2	21 530
1931	6,3	7,1	6,8	5,7	34,1	36,9	20 467
1932	6,3	7,5	5,8	4,4	32,3	40,7	19 945
1933	5,4	7,1	5,0	3,9	31,4	43,9	19 150
1934	5,0	7,0	5,0	3,5	30,6	46,0	18 646
1935	3,1	7,5	3,9	3,7	25,0	49,2	17 552
1936	7,3	7,8	3,8	4,3	21,8	47,6	18 080
1937	8,8	8,5	3,9	5,2	19,7	47,1	18 497
1938	9,3	8,8	3,5	4,5	18,9	48,2	18 297

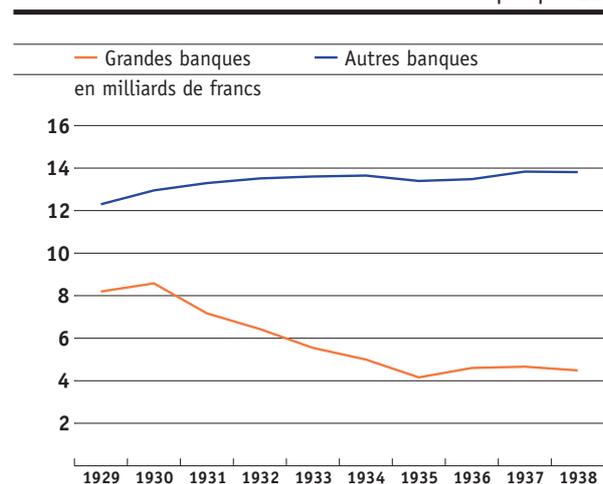
L'autre raison importante pour laquelle les banques durent procéder à des amortissements fut le blocage des avoirs en Allemagne ainsi que dans quelques autres pays d'Europe centrale et de l'Est. En septembre 1931, l'Allemagne conclut avec ses banques créancières un moratoire renouvelé périodiquement durant les années suivantes. Il existait certes un marché sur lequel les avoirs bancaires concernés par le moratoire pouvaient être échangés, le type de mark correspondant (Registermark) y faisait cependant l'objet d'une décote considérable. La liquidation d'autres placements (papiers-valeurs, hypothèques, etc.) fut encore plus difficile. Le rapatriement des avoirs bloqués en Allemagne se révéla ainsi pénible et coûteux.³⁸

Toutes les catégories de banques ne furent pas affectées par les difficultés dans la même mesure. Les grandes banques souffrirent le plus fortement. Ce groupe comprenait alors les huit principales banques commerciales, à savoir la Société de Banque Suisse, le Crédit Suisse, la Banque Populaire Suisse, la Banque d'Escompte Suisse, l'Union de Banques Suisses, la Banque fédérale, la Banque commerciale de Bâle et la Banque Leu. Au début des années trente, toutes les grandes banques furent fortement engagées en Allemagne et donc particulièrement frappées par les restrictions de transferts et par l'inquiétude des investisseurs qui en résulta. Le graphique 22 reflète cette évolution par l'intermédiaire du total des bilans. De 1929 à 1938, ce total se réduisit à peu près de moitié dans les grandes banques, alors qu'il resta pratiquement constant dans les autres banques.

Faillites Graphique 21



Total du bilan Graphique 22



38 Voir Fior (2002) et Perrenoud et al. (2002) pour l'évolution des placements des grandes banques suisses en Allemagne.

Seules deux des huit grandes banques, le Crédit Suisse et la Société de Banque Suisse, possédèrent assez de réserves pour couvrir leurs pertes sans entamer leur capital-actions. Trois établissements, la Banque commerciale de Bâle, la Banque fédérale et l'Union de Banques Suisses, s'adressèrent à leurs actionnaires pour couvrir leurs pertes. Un établissement, la Banque Leu, recourut simultanément à ses actionnaires et à ses créanciers. La Banque Populaire Suisse put y renoncer, mais elle fut obligée, après avoir réduit considérablement son capital social, de recourir passagèrement à l'aide de la Confédération. La Banque d'Escompte Suisse fut touchée encore plus fortement puisqu'elle dut, malgré l'aide de la Confédération et des mesures d'assainissements qui durèrent plusieurs années, fermer ses guichets et procéder à sa liquidation le 30 avril 1934. Les contributions fournies par les actionnaires et créanciers de ces six grandes banques jusqu'à fin 1937 figurent dans le tableau 5. Elles montrent que la Banque d'Escompte Suisse et la Banque Populaire Suisse furent les deux cas les plus importants et les plus onéreux.³⁹

Les 28 banques cantonales, catégorie de banques la plus importante après celle des grandes banques, surmontèrent bien la crise dans l'ensemble. Elles n'exécutaient pas d'opérations notables à l'étranger et profitaient probablement de la garantie d'Etat. Les assainissements se limitèrent au nombre de trois, ceux de la Banque Cantonale Neuchâteloise (1935), de la Banque Cantonale de Berne (1939) et de la Banque

Cantonale des Grisons (1939). Ils furent nécessaires, entre autres, par le fait que des secteurs économiques essentiels de ces cantons étaient particulièrement frappés par la crise (industrie horlogère, hôtellerie).

L'Etat réagit à la crise du secteur bancaire en mettant en place deux réformes. Premièrement, il créa en 1932 la Caisse de prêts de la Confédération, qui réescomptait notamment des effets que la BNS n'acceptait pas. De cette manière, la tâche traditionnelle de la banque centrale comme «lender of last resort», que Bagehot décrivit en 1873, fut partiellement cédée. Les engagements de la Caisse de prêts étaient garantis par un fonds constitué à cet effet, auquel la Confédération participait à raison de 75 millions de francs, tandis que les banques et compagnies d'assurances y contribuaient à raison de 25 millions. Deuxièmement, la loi sur les banques fut adoptée (1934). Elle contenait, en plus des prescriptions relatives à la protection des créanciers, diverses dispositions (report de l'échéance, moratoire, faillite) qui devaient être appliquées quand une banque avait des difficultés à honorer ses dettes. Il fut ainsi tenu compte de la situation spécifique des banques, qui, en raison de la possibilité de paniques bancaires, nécessite une autre réglementation que les établissements de l'artisanat ou de l'industrie.⁴⁰ Entre 1935 et 1938, 12 banques requièrent un report d'échéance, 15 un moratoire bancaire, 21 un sursis concordataire et 8 entrèrent en faillite (Ehrsam, 1985, p. 84).

Assainissement des grandes banques (en millions de francs)

Tableau 5

Banque	Contributions			Total du bilan Fin 1930
	Actionnaires	Créanciers	Total	
Banque d'Escompte Suisse	165	85	250	677
Banque Populaire Suisse	195		195	1680
Banque Leu	33	31	64	416
Banque commerciale de Bâle	55		55	835
Union de Banques Suisses	40		40	983
Banque fédérale (Eidgenössische Bank)	33		33	854
Total	521	116	637	5445

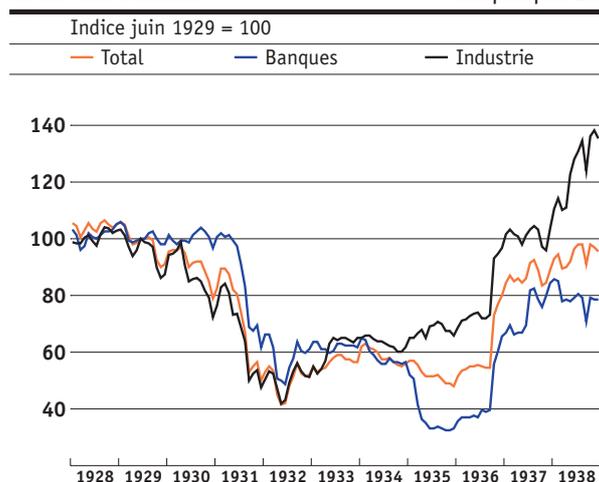
39 Les indications du tableau 5 sont dues à Paul Rossy, cité par Ehrsam (1985, p. 90). A propos de la débacle de la Banque d'Escompte Suisse, voir Scheuss (1960) et Ehrsam (1985, p. 93-97). Au sujet de l'assainissement de la Banque Populaire Suisse, voir Ehrsam (1985, p. 97-101).

40 Voir Bänziger (1986) au sujet de l'historique de la loi sur les banques.

Quelle était l'ampleur des difficultés des banques suisses par rapport à celles d'autres branches? Les aléas des marchés financiers se reflètent dans l'évolution des cours des actions. Il ressort du graphique 23 que les actions bancaires chutèrent à peu près dans la même mesure que les actions industrielles jusqu'en 1934. L'année suivante, les cours des actions bancaires continuèrent de fléchir, alors que la tendance des actions industrielles était déjà en légère hausse. Le graphique montre de surcroît que le marché des actions réagit à la dévaluation de septembre 1936 par un feu d'artifice, dont les actions bancaires profitèrent le plus fortement. Durant les trois derniers mois de 1936, les cours des actions bancaires montèrent de 65% et ceux des actions industrielles de 35%. Ces chiffres mettent en porte-à-faux l'opinion largement répandue selon laquelle le maintien du régime de l'étalon-or était dans l'intérêt des banques. Les marchés financiers étaient apparemment d'un autre avis.

Les répercussions de la crise bancaire sur l'activité économique sont difficiles à juger. En comparaison internationale, les banques suisses vinrent relativement bien à bout de leurs difficultés. Des crises bancaires à l'ampleur parfois catastrophique touchèrent principalement les USA, l'Allemagne et la Belgique ainsi que la plupart des pays de l'Europe centrale et de l'Est. Cette situation déboucha souvent sur des moratoires généraux et la fermeture temporaire des banques (*bank holidays*). De 1929 à 1933, un tiers des banques américaines périclitèrent et une bonne partie fusionna, de telle sorte que le nombre de banques recula environ de moitié. Malgré différentes restructurations, la Suisse ne connut que peu de fusions et de liquidations (parmi elles une grande banque cependant, la Banque d'Escompte Suisse). Le nombre de banques n'évolua que de manière marginale entre 1928 et 1938 et varia sans tendance nette entre un minimum de 357 (1934) et un maximum de 365 (1937 et 1938). De plus, la Suisse ne connut ni de moratoires généraux concernant tout le secteur, ni de «bank holidays» imposés par l'Etat.

Cours des actions Graphique 23



3 Conclusions

Dans le présent article, nous avons décrit la Grande Dépression en Suisse dans l'esprit de Temin (1989) et Eichengreen (1992), selon lequel le régime international de l'étalon-or joua un rôle essentiel dans la propagation et l'exacerbation de la crise.

Les causes de la Grande Dépression provenant de l'étranger, les premières victimes furent donc diverses branches de l'industrie exportatrice. Les cours de change fixes imposés par le régime de l'étalon-or propagèrent la déflation en Suisse. Par conséquent, les salaires réels, les taux d'intérêt réels et l'endettement réel des débiteurs augmentèrent. Le marché intérieur, qui était encore le pilier de la croissance durant les premières années, fut affecté avec un certain décalage.

Pour la Suisse comme pour d'autres pays, 1931 fut l'année critique à partir de laquelle la Grande-Bretagne laissa flotter la livre et l'Allemagne instaura le contrôle des mouvements de capitaux. Dès lors, la Suisse dut faire face à la surévaluation de sa monnaie et au blocage de ses avoirs en Allemagne. La crise monétaire et bancaire à l'étranger provoqua également des afflux massifs d'or dans notre pays. Il en résulta que la masse monétaire ne descendit pas au-dessous du niveau de 1929/1930, contrairement à ce qui eut lieu dans de nombreux autres pays. Néanmoins, le montant élevé de l'encaisse-or n'offrait pas que des avantages, puisqu'il incita la Suisse à maintenir son ancienne parité-or et à tenter de rétablir sa compétitivité à l'aide d'une réduction supplémentaire du niveau des prix. Cette politique échoua. Les salaires réels et la valeur externe réelle du franc restèrent bien au-dessus du niveau de 1929. Le tournant ne fut pris qu'avec la dévaluation du franc en 1936, décision prise après la dévaluation du franc français.

Tout indique que le maintien du régime de l'étalon-or accentua et prolongea la Grande Dépression en Suisse. Renoncer plus tôt à la parité-or antérieure n'aurait certes pas permis d'éviter la crise, car la dévaluation n'aurait pas influé sur la conjoncture mondiale, le protectionnisme international ou le blocage des avoirs étrangers en Allemagne. Toutefois, le maintien de la parité-or antérieure empêcha les anticipations déflationnistes de disparaître, le niveau des prix de monter et le cours de change réel par rapport à des pays tels que les Etats-Unis et la Grande-Bretagne de se normaliser. De plus, la politique économique suisse réagit et prit des mesures interventionnistes sur de nombreux plans. Il est donc paradoxal que la défense du régime de l'étalon-or, considéré par

ses adeptes comme le pilier d'un ordre économique libéral, aboutisse à davantage de mesures étatiques dans le contexte des années trente.

Sur le plan de la politique monétaire, on peut tirer trois leçons de la Grande Dépression. Premièrement, les dangers que peut faire peser un régime international d'étalon-or se manifestèrent intégralement. Dans les conditions d'entre-deux-guerres, le régime de l'étalon-or exerça des effets déflationnistes. En outre, il ne laissa aucune latitude à un petit pays comme la Suisse – à l'instar de tout régime de changes fixes – de mener une politique monétaire indépendante. Après la Deuxième Guerre mondiale, il fallut néanmoins de nombreuses années avant que cette conclusion s'impose entièrement. En effet, le système monétaire mondial établi à Bretton Woods (1944) était basé sur un étalon de change-or et par conséquent sur des changes fixes. Ce système s'effondra également non en raison de la déflation mais de l'inflation. Contrairement à la période d'entre-deux-guerres, la Suisse réagit alors relativement vite et figura, au début 1973, parmi les premiers pays laissant définitivement flotter sa monnaie.

Deuxièmement, la Grande Dépression prouva l'importance d'un système bancaire stable pour le fonctionnement sans faille d'une économie. La tâche des banques centrales en tant que «lender of last resort» (Bagehot, 1873) en fait partie. Pourtant de nombreuses banques centrales ne l'assumèrent qu'avec hésitation pendant la Grande Dépression. La cause en était les restrictions imposées par le régime de l'étalon-or et, par conséquent, la crainte que des attaques spéculatives ne se déchaînent contre les réserves monétaires. La timidité des banques centrales à intervenir avec fougue, comme le recommandait Bagehot, se manifesta également en Suisse. Quand il s'avéra que la BNS ne pouvait pas toujours aider efficacement les banques en raison de la limitation légale de son champ d'activités, ce dernier ne fut pas élargi, mais la Caisse de prêts de la Confédération fut par contre créée. Cet établissement prenait en nantissement des avoirs que la BNS ne pouvait pas accepter. Aujourd'hui, il est généralement reconnu que les banques centrales doivent fournir une contribution essentielle à la stabilité du système financier et que la fixation de leur champ d'activités ne doit pas entraver l'accomplissement de cette fonction.

Troisièmement, la Grande Dépression montra les ravages que peut infliger la déflation. Dans de nombreux pays, cela se répercuta sur les tâches attribuées aux instituts d'émission par la loi. Une politique monétaire axée sur le maintien de la stabilité des prix, comme celle figurant aujourd'hui dans la loi de nombreux pays, assigne expressément aux banques centrales le devoir d'empêcher la déflation aussi bien que l'inflation. En outre, les objectifs de politique monétaire sont définis dans de nombreux pays de manière à réduire l'éventualité d'une déflation. Ces objectifs sont fixés en taux de croissance annuels des prix et non sous la forme d'un sentier pour le niveau des prix. Il en découle qu'une hausse supérieure à l'objectif fixé ne devra pas être compensée ultérieurement par un taux inférieur. Par ailleurs, l'objectif est fixé dans la plupart des pays de manière à permettre une légère hausse annuelle de l'IPC. Ces deux facteurs réduisent le risque de déflation.

Annexe: Sources des données

Toutes les indications se rapportent aux données qui figurent dans les graphiques et tableaux. Sauf indication contraire, les données se rapportent à la Suisse.

Banque nationale suisse, Bulletin mensuel, diverses années: prix à la consommation (USA, D, F, GB); prix de gros, données mensuelles (USA, D, F, GB); taux d'escompte (USA, GB).

Einzig (1937): prime de la livre à terme par rapport au franc suisse.

Jaquemet (1974): investissements du fonds d'égalisation des changes.

Manuel statistique des marchés monétaire et financier suisses (1944): indice des actions; rendement des obligations; taux d'escompte privé; taux d'escompte; cours de change; billets en circulation; bilans bancaires; avoirs en comptes de virements; avances sur nantissement; montant des devises; montant d'or; prix de l'or; budget de l'Etat (communes).

Mitchell (1992, 1993): production industrielle (USA, D, GB, F); prix de gros, données annuelles (USA, D, GB, F).

National Bureau of Economic Research (banque de données macro-historiques): rendement des obligations (USA, GB).

Statistique historique de la Suisse (1996): prix de gros; prix à la consommation; salaires (salaires hebdomadaires); personnes en quête d'emploi; agrégats monétaires (Grüebler, 1958); production industrielle (David, 1985); dépenses de construction; coûts de la construction en ville de Zurich; commerce extérieur; faillites; revenu national net; impôts indirects; produit national net; budget de l'Etat (Confédération et cantons).

Bibliographie

- Andrist, F., Anderson, R.G. et Williams, M.M. 2000. Real Output in Switzerland: New Estimates for 1914–1947. Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* 82, 43–69.
- Bänziger, H. 1986. *Die Entwicklung der Bankenaufsicht in der Schweiz seit dem 19. Jahrhundert*. Thèse. Berne: P. Haupt.
- Bagehot, W. 1873. *Lombard Street*. Londres: Kegan.
- Banque nationale suisse. Bulletin mensuel. Diverses années.
- Bernanke, B.S. 1983. Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *American Economic Review* 73, 257–276. Réimpression dans Bernanke (2000), 41–69.
- Bernanke, B.S. 1995. The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach. *Journal of Money, Credit, and Banking* 27, 1–28. Réimpression dans Bernanke (2000), 5–37.
- Bernanke, B.S. 2000. *Essays on the Great Depression*. Princeton: Princeton University Press.
- Bernanke, B.S. et Carey, K. 1996. Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression. *The Quarterly Journal of Economics* 105, 853–883. Réimpression dans Bernanke (2000), 276–302.
- Bernanke, B.S., Gertler, M. et Gilchrist, S. 1996. The Financial Accelerator and the Flight to Quality. *The Review of Economics and Statistics* 78, 1–15.
- Bernanke, B.S. et James, H. 1991. The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison. Dans *Financial Markets and Financial Crises*, R.G. Hubbard éd., 33–68. Chicago: University of Chicago Press. Réimpression dans Bernanke (2000), 70–107.
- Bernanke, B.S. et Mihov, I. 2000. Deflation and Monetary Contraction in the Great Depression. Dans B.S. Bernanke, *Essays on the Great Depression*, 108–160. Princeton: Princeton University Press.
- Bordo, M.D., Choudhri, E.U. et Schwartz, A.J. 1999. Was Expansionary Monetary Policy Feasible During the Great Contraction? An Examination of the Gold Standard Constraint. Document de travail NBER n° 7125.
- Brunner, K. (éd.). 1981. *The Great Depression Revisited*. Boston: Martinus Nijhoff Publishing.
- Calomiris, Ch.W. 1993. Financial Factors in the Great Depression. *Journal of Economic Perspectives* 7, 61–85.
- Cassel, G. 1936. *The Downfall of the Gold Standard*. Oxford: Clarendon.
- Choudhri, E. et Kochin, L. 1980. The Exchange Rate and the International Transmission of Business Cycles: Some Evidence from the Great Depression. *Journal of Money, Credit, and Banking* 12, 565–574.
- David, Th. 1996. Un indice de la production industrielle de la Suisse durant l'entre-deux-guerres. *Revue Suisse d'Histoire* 45, 109–130.
- Ehrensam, P. 1985. Die Bankenkrise der 30er Jahre in der Schweiz. Dans *50 Jahre eidgenössische Bankenaufsicht*, Commission fédérale des banques éd., 83–118. Zurich: Schulthess.
- Eichengreen, B. 1992. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1929–1939*. New York: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. 2002. Still Fettered After All These Years. Manuscrit non publié. Université de Californie, Berkeley.
- Eichengreen, B. et Sachs, J. 1985. Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s. *Journal of Economic History* 45, 925–946. Réimpression dans B. Eichengreen, *Elusive Stability*, 215–238. Cambridge: Cambridge University Press.
- Eichengreen, B. et Sachs, J. 1986. Competitive Devaluation and the Great Depression: A Theoretical Reassessment. *Economics Letters* 22, 67–71.
- Eichengreen, B. et Temin, P. 2000. The Gold Standard and the Great Depression. *Contemporary European History* 9, 183–207.
- Einzig, P. 1937. *The Theory of Forward Exchange*. Londres: Macmillan.
- Faber, S. 1997. Die Ursachen der Deflation in der Schweiz in den dreissiger Jahren. Exposé non publié, présenté à l'assemblée annuelle de la Société suisse d'économie et de statistique, 20 et 21 mars 1997.
- Feinstein, Ch.H., Temin, P. et Toniolo, G. 1997. *The European Economy Between the Wars*. Oxford: Oxford University Press.
- Fior, M. 2002. *Les banques suisses, le franc et l'Allemagne*. Genève: Librairie Droz.
- Fisher, I. 1933. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica* 1, 337–357.
- Frech, S. 2001. *Clearing. Les opérations de paiement de la Suisse avec les puissances de l'Axe*. Publication de la Commission indépendante d'experts, Suisse – Seconde Guerre mondiale. Zurich: Chronos.
- Friedman, M. et Schwartz, A.J. 1963. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press.

- Grüebler, Ch. 1958. *Die Geldmenge der Schweiz 1907–1954*. Thèse. Zurich: Polygraphischer Verlag.
- Hamilton, J. 1987. Monetary Factors in the Great Depression. *Journal of Monetary Economics* 19, 145–169.
- Hamilton, J. 1992. Was the Deflation During the Great Depression Anticipated? Evidence from the Commodity Futures Market. *American Economic Review* 82, 157–178.
- Hawtrey, R.G. 1939. *The Gold Standard in Theory and Practice*. 4^e édition. Londres: Longmans.
- Jaquemet, G. 1974. Der Abwertungsgewinn der Schweizerischen Nationalbank aus dem Jahre 1936. Manuscrit non publié. Banque nationale suisse.
- Kneschaurek, F. 1952. *Der schweizerische Konjunkturverlauf und seine Bestimmungsfaktoren, dargestellt aufgrund der Periode 1929 bis 1939*. Thèse, Université de Saint-Gall.
- Manuel statistique des marchés monétaire et financier suisses. 1944. Publications du Service des études économiques et statistiques de la Banque nationale suisse, 26^e brochure, E. Ackermann éd. Zurich: Schulthess.
- Meltzer, A.H. 2003. *A History of the Federal Reserve, Volume I, 1913–1951*. Chicago: University of Chicago Press.
- Mitchell, B.R. 1992. *International Historical Statistics: Europe 1750–1988*. 3^e édition. Londres: Macmillan Press.
- Mitchell, B.R. 1993. *International Historical Statistics: The Americas 1750–1988*. 2^e édition. New York: Stockton Press.
- Müller, Ph. 2000. La bataille pour le franc: La Suisse entre déflation et dévaluation. Mémoire de licence, Université de Lausanne.
- Niehans, J. 1978. *The Theory of Money*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press.
- Nurkse, R. 1944. *International Currency Experience: Lessons of the Inter-War Period*. Département de l'économie, des finances et des transferts de la Société des Nations. Princeton: Princeton University Press.
- Perrenoud, M., Lopez, R., Adank, F., Baumann, J., Cortat, A. et Peters, S. 2002. *La place financière et les banques suisses à l'époque du national-socialisme*. Publication de la Commission indépendante d'experts, Suisse – Seconde Guerre mondiale. Zurich: Chronos.
- Romer, Ch.D. 1992. What Ended the Great Depression? *Journal of Economic History* 52, 757–784.
- Rutz, W. 1970. *Die schweizerische Volkswirtschaft zwischen Währungs- und Beschäftigungspolitik in der Weltwirtschaftskrise – wirtschaftspolitische Analyse der Bewältigung eines Zielkonflikts*. Thèse. Zurich: Polygraphischer Verlag.
- Scheuss, W. 1960. *Der Zusammenbruch und die Liquidation der Schweizerischen Diskontbank: Ein Kapitel Bankpolitik aus der Zwischenkriegszeit*. Thèse. Winterthur: Editions P.G. Keller.
- Statistique historique de la Suisse. 1996. Sous la direction de H. Siegenthaler, édité par H. Ritzmann-Blickenstorfer. Zurich: Chronos.
- Temin, P. 1978. *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* New York: W.W. Norton.
- Temin, P. 1989. *Lessons from the Great Depression*. Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- Temin, P. et Ferguson, Th. 2001. Made in Germany: the German Currency Crisis of 1931. Document de travail 01–07. MIT, Department of Economics.
- Weber, E.J. 1983. The Great Depression in Switzerland, Sweden and the United States: The Money Hypothesis Versus the Spending Hypothesis. Thèse, Université de Rochester.

Message afférent à la loi fédérale sur l'aide monétaire internationale

Le Conseil fédéral a adopté, le 21 mai 2003, le message relatif à une loi fédérale sur l'aide monétaire internationale (LAMO) et à un arrêté fédéral sur le même sujet (AAM). Grâce à cette nouvelle loi qui doit prendre le relais de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales, le Conseil fédéral propose de créer une base légale claire et exhaustive réglant les aides financières que la Suisse accorde dans le cadre de la collaboration monétaire internationale. Ces opérations peuvent être réparties en trois catégories principales: la participation à des aides financières visant à prévenir ou à corriger de graves perturbations du système monétaire international (aides systémiques), la participation à des fonds spéciaux mis sur pied par le Fonds monétaire international (FMI), en particulier pour financer des crédits à taux d'intérêt réduits en faveur de pays à faible revenu, et l'octroi de crédits à des pays avec lesquels la Suisse collabore très étroitement (notamment les membres du groupe de vote suisse au sein du FMI).

Le financement de cautions et de crédits accordés au titre de la collaboration monétaire bilatérale et multilatérale sera assuré par un crédit-cadre; le projet d'arrêté fédéral sur l'aide monétaire internationale (AAM) prévoit à cette fin un plafond de 2500 millions de francs. Comme précédemment, la participation de la Suisse à des fonds spéciaux et à d'autres mécanismes du FMI (prêts et contributions à fonds perdu) reposera sur des crédits d'engagement qui seront soumis individuellement à l'approbation des Chambres fédérales.

Convention additionnelle concernant la distribution de revenus tirés des actifs libres

Le 12 juin 2003, le Département fédéral des finances (DFF) et la Banque nationale suisse (BNS) ont conclu une convention additionnelle concernant la distribution de revenus tirés des actifs libres. Elle prévoit que la BNS verse, à partir du printemps de 2004, les revenus tirés de ses actifs libres (l'or excédentaire) à raison d'un tiers à la Confédération et de deux tiers aux cantons. Le montant de la distribution annuelle progressera en fonction de l'avancement du programme de ventes d'or. Il passera ainsi de 300 millions de francs en 2004 à 500 millions à partir de 2006. La convention additionnelle offre une solution transitoire; elle sera appliquée jusqu'à l'entrée en vigueur d'une base juridique régissant l'affectation des 1300 tonnes d'or dont la BNS n'a plus besoin pour la conduite de la politique monétaire.

La convention additionnelle complète la convention concernant la distribution des bénéfices que le DFF et la BNS ont conclue le 5 avril 2002 et qui fixe à 2,5 milliards de francs la distribution annuelle à la Confédération et aux cantons au titre des exercices 2003 à 2012. La convention d'avril 2002 ne tient pas compte des revenus tirés des placements faits avec le produit des ventes d'or. Elle porte sur les bénéfices courants de la BNS, mais aussi sur la réduction des provisions excédentaires, alors que la convention additionnelle concerne exclusivement les revenus tirés des actifs libres que détient la BNS. La prévision de revenus sur laquelle repose la convention additionnelle et la prévision qui est à la base de la convention d'avril 2002 seront soumises toutes deux à un réexamen, en 2007. Une adaptation des montants distribués pourra en résulter.

Conférence de presse du 13 juin

La Banque nationale a décidé de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor à trois mois et de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%.

Arrêté fédéral sur la reconduction des accords généraux d'emprunt du FMI

Le 20 juin 2003, les Chambres fédérales ont approuvé la reconduction, jusqu'à fin 2008, de la participation de la Suisse aux accords généraux d'emprunt (AGE) du Fonds monétaire international (FMI). La Suisse est associée aux AGE depuis 1964 déjà et en est membre depuis 1984. La Banque nationale a qualité d'institution participante. Les AGE permettent au FMI, lorsque ses propres ressources financières sont insuffisantes, de mobiliser des fonds supplémentaires, à hauteur de 17 milliards de DTS (droits de tirage spéciaux), en vue de prévenir ou de dénouer une crise exceptionnelle qui constitue une menace pour le système monétaire international. La ligne de crédit ouverte par la Banque nationale est de 1020 millions de DTS. Les AGE ont toujours été conclus pour une durée de cinq ans. Les Chambres fédérales se prononceront, à l'avenir également, sur la reconduction de la participation de la Suisse aux AGE. Sur ce point, elles n'ont pas suivi le Conseil fédéral qui, dans son message, proposait de lui transférer cette compétence pour qu'il décide en accord avec la Banque nationale.

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition

Visiolink AG, Zurich

Impression

Waser Druck AG, Buchs (ZH)

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 55 25, télécopie 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 (2,4%)
Compte postal 80-148-3

Internet

<http://www.snb.ch>

