

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Décembre 4/2002 20^e année

Table des matières

4	Sommaire
5	Übersicht
6	Sommario
7	Overview
8	Appréciation de la situation économique et monétaire en fin d'année
12	Situation économique et monétaire en Suisse
13	1 Environnement international
13	1.1 Conjoncture
15	1.2 Evolution monétaire
16	1.3 Perspectives conjoncturelles
17	2 Evolution monétaire
17	2.1 Taux d'intérêt
20	2.2 Cours de change
21	2.3 Agrégats monétaires
23	2.4 Crédits et marché des capitaux
25	3 Demande globale et production
25	3.1 Produit intérieur brut et production industrielle
27	3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes
30	3.3 Investissements
31	3.4 Consommation
32	3.5 Utilisation des capacités de production
32	3.6 Perspectives conjoncturelles
33	4 Marché du travail
33	4.1 Emploi
34	4.2 Chômage
35	4.3 Salaires en 2003
36	5 Prix
36	5.1 Prix à la consommation
37	5.2 Inflation sous-jacente
38	5.3 Prix de l'offre totale
39	6 Perspectives de renchérissement
39	6.1 Evolution des prix sur le plan international
39	6.2 Evolution des prix en Suisse
40	6.3 Prévision d'inflation pour les années 2003 à 2005
41	7 Appréciation portée par les comptoirs de la BNS sur la situation conjoncturelle
41	7.1 Production
42	7.2 Composantes de la demande
42	7.3 Marché du travail
42	7.4 Prix et marges
44	Evolution des investissements directs en 2001
68	La position extérieure nette de la Suisse en 2001
76	Modèles de prospection monétaire (search theory) et recherche économique appliquée Marlene Amstad et Aleksander Berentsen
86	Chronique monétaire
88	Table des matières 2002

Appréciation de la situation économique et monétaire en fin d'année (p. 8)

Le 13 décembre 2002, la Banque nationale suisse a décidé de maintenir la marge de fluctuation du Libor à trois mois à 0,25%–1,25%. Grâce au renchérissement très modéré, la Banque nationale a pu assouplir fortement sa politique monétaire depuis mars 2001 et, ainsi, abaisser de 2,75 points au total la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Ce faisant, elle a nettement réagi à l'affaiblissement de la croissance économique et aux tendances à la revalorisation que le franc a subies sur les marchés des changes. Les incertitudes au sujet de l'évolution de l'économie mondiale demeurent grandes, et il faudra probablement attendre le second semestre de 2003 pour qu'une reprise durable de la conjoncture se manifeste en Suisse. Par conséquent, la Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste et veut maintenir l'attrait des placements en francs à un niveau bas. La stabilité des prix n'est cependant pas menacée.

Situation économique et monétaire (p. 12)

Au second semestre de 2002, la reprise de la conjoncture est restée faible dans les pays de l'OCDE. Aux Etats-Unis, le produit intérieur brut réel a certes augmenté considérablement au troisième trimestre, mais la croissance économique s'est sans doute de nouveau ralentie au quatrième trimestre. En Europe, la conjoncture est demeurée morose. L'économie japonaise a enregistré une forte expansion au troisième trimestre, mais la reprise ne reposait pas encore sur une large assise. Dans la zone de l'OCDE, les conditions d'un rétablissement de la conjoncture en 2003 se sont cependant améliorées. Des impulsions positives pourraient venir en particulier de la stabilisation des marchés financiers et des baisses de taux d'intérêt opérées par la Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne.

En Suisse, la conjoncture a continué à se rétablir modérément. Du deuxième au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel s'est accru de plus de 1%; en comparaison annuelle, sa progression a été de 0,6%. La consommation et les exportations ont soutenu la conjoncture, alors que les investissements sont restés déprimés. Dans l'industrie, la marche des affaires était toujours insatisfaisante, mais les indicateurs disponibles pour le quatrième trimestre incitent à plus d'optimisme. Etant donné la croissance économique toujours faible, le chômage a encore augmenté dans toutes les régions du pays.

Les conditions-cadres de l'économie suisse, sur le plan monétaire, ont été plus expansionnistes entre août et novembre. Bien que la marge de fluctuation du Libor à trois mois soit restée inchangée, les taux d'intérêt à court terme ont légèrement diminué. Sur le marché des capitaux, les taux ont fléchi beaucoup plus fortement; en novembre, ils s'inscrivaient en moyenne à près de 2,8%, soit 0,4 point au-dessous de leur niveau du mois d'août. Le cours du franc n'a guère varié.

Evolution des investissements directs en 2001 (p. 44)

Les exportations suisses de capitaux en vue d'investissements directs à l'étranger ont porté sur 29 milliards de francs en 2001, contre 75 milliards l'année précédente. Entre fin 2000 et fin 2001, le volume des capitaux suisses d'investissement direct à l'étranger a progressé de 9% pour atteindre 416 milliards de francs. Les revenus tirés des capitaux d'investissement direct à l'étranger ont fléchi de près d'un tiers pour s'inscrire à 32 milliards de francs.

En 2001, les importations de capitaux se sont établies à 15 milliards de francs, soit à moins de la moitié du montant enregistré l'année précédente. Les capitaux d'investissement direct étrangers en Suisse atteignaient 150 milliards de francs à fin 2001. Ils se sont accrus de 5% en un an. Les revenus au titre des capitaux d'investissement direct étrangers en Suisse ont porté sur 13 milliards de francs, soit un montant inférieur d'un quart à celui de l'année précédente.

La position extérieure nette de la Suisse en 2001 (p. 68)

En 2001, la position extérieure nette de la Suisse vis-à-vis de l'étranger a augmenté de 80 milliards pour s'établir à 602 milliards de francs; l'année précédente, elle avait reculé de 48 milliards de francs. Les avoirs à l'étranger ont diminué de 12 milliards, passant à 2220 milliards de francs, alors que les engagements envers l'étranger ont fléchi de 92 milliards, du fait de la forte baisse des cours des actions, pour s'inscrire à 1618 milliards de francs. La part du franc suisse était de 14% (13% à fin 2000) du côté des actifs et de 52% (53%) du côté des passifs.

Modèles de prospection monétaire (search theory) et recherche économique appliquée (p. 76)

Ces dernières années, la théorie monétaire a élaboré une nouvelle approche, connue sous le nom de modèles de prospection monétaire (search theory). Ces derniers traitent des conditions d'apparition et de disparition de la monnaie. De tels modèles se basent sur la thèse selon laquelle les frictions en matière d'information et la structure microéconomique de l'économie influent sur l'efficacité des mesures de politique monétaire. Bien que cette nouvelle approche se soit rapidement établie au sein de la théorie monétaire, les modèles empiriques des banques centrales n'en ont guère tenu compte jusqu'à présent. Les participants au colloque d'économie monétaire «BNS-Banque de Réserve fédérale de Cleveland» ont axé leurs discussions sur l'interface entre les modèles de prospection monétaire et la recherche économique appliquée. Le présent article débute par une description des fondements théoriques de cette nouvelle approche et se poursuit par une discussion sur les articles présentés lors du colloque.

Geldpolitische Lagebeurteilung am Jahresende (S. 8)

Die Schweizerische Nationalbank beschloss am 13. Dezember 2002, das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0,25%–1,25% zu belassen. Dank tiefer Teuerung konnte die Nationalbank die Geldpolitik seit März 2001 stark lockern und das Zielband für den Dreimonats-Libor seither um insgesamt 2,75 Prozentpunkte senken. Die Nationalbank reagierte deutlich auf den Rückgang des Wirtschaftswachstums und die Aufwertungs-tendenzen des Frankens. Die Unsicherheiten über die Entwicklung der Weltwirtschaft bleiben gross und ein nachhaltiger Konjunkturaufschwung in der Schweiz dürfte erst im Laufe der zweiten Hälfte von 2003 eintreten. Die Nationalbank führt deshalb ihre expansive Geldpolitik fort und will die Attraktivität von Frankenanlagen weiter tief halten. Die Preisstabilität wird damit nicht gefährdet.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 12)

Im zweiten Halbjahr 2002 blieb die Konjunkturerholung in den OECD-Ländern schwach. In den USA nahm das reale Bruttoinlandprodukt im dritten Quartal zwar erheblich zu, doch dürfte sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal infolge der schleppenden Wirtschaftsentwicklung im Herbst wieder verlangsamt haben. In Europa blieb das Konjunkturbild düster. Die japanische Wirtschaft wuchs im dritten Quartal beträchtlich, doch war die Erholung noch nicht breit abgestützt. Die Voraussetzungen für eine konjunkturelle Belebung im OECD-Raum im Jahre 2003 besserten sich jedoch. Positive Impulse dürften insbesondere von der Stabilisierung der Finanzmärkte und von den Zinssenkungen der amerikanischen Notenbank und der Europäischen Zentralbank ausgehen.

In der Schweiz setzte sich die Konjunkturerholung verhalten fort. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode um gut 1% und lag damit 0,6% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Konjunkturstützen waren der Konsum und die Exporte, während die Investitionstätigkeit weiter gedrückt blieb. Der Geschäftsgang der Industrie verharrte auf einem unbefriedigenden Stand, doch stimmen die für das vierte Quartal verfügbaren Indikatoren etwas zuversichtlicher. Infolge des weiterhin schwachen Wirtschaftswachstums nahm die Arbeitslosigkeit in allen Landesteilen weiter zu.

Die monetären Rahmenbedingungen in der Schweiz wurden von August bis November expansiver. Obwohl das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert blieb, sanken die Geldmarktsätze leicht. Deutlich stärker bildeten sich die Kapitalmarktsätze zurück; im November lagen sie mit durchschnittlich knapp 2,8% um 0,4 Prozentpunkt tiefer als im August. Der Wechselkurs der Frankens veränderte sich nur wenig.

Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahr 2001 (S. 44)

Die schweizerischen Kapitalexporte für Direktinvestitionen im Ausland betragen im Jahr 2001 29 Mrd. Franken, verglichen mit 75 Mrd. Franken im Vorjahr. Der Direktinvestitionsbestand im Ausland erhöhte sich um 9% auf 416 Mrd. Franken. Die Erträge auf dem Direktinvestitionskapital im Ausland verminderten sich um knapp einen Drittel auf 32 Mrd. Franken.

Die Kapitalimporte sanken im Jahr 2001 gegenüber dem Vorjahr um mehr als die Hälfte auf 15 Mrd. Franken. Der ausländische Kapitalbestand erhöhte sich um 5% auf 150 Mrd. Franken. Die Erträge auf dem Direktinvestitionskapital in der Schweiz fielen mit 13 Mrd. Franken um einen Viertel tiefer aus als im Vorjahr.

Das Auslandvermögen der Schweiz im Jahr 2001 (S. 68)

Das schweizerische Nettovermögen im Ausland stieg im Jahre 2001 um 80 Mrd. auf 602 Mrd. Franken, nachdem es im Vorjahr um 48 Mrd. Franken zurückgegangen war. Die Auslandguthaben verminderten sich um 12 Mrd. auf 2220 Mrd. Franken, während die Auslandverpflichtungen wegen massiven Kursverlusten auf den Aktien um 92 Mrd. auf 1618 Mrd. Franken zurückgingen. Der Anteil der Anlagen in Schweizer Franken betrug bei den Aktiven 14% (Vorjahr: 13%) und bei den Passiven 52% (53%).

Search-Theory und angewandte Wirtschaftsforschung (S. 76)

In den letzten Jahren hat sich in der Geldtheorie ein neuer Ansatz entwickelt, der als search-theoretischer Ansatz bekannt wurde. Er beschäftigt sich mit den Voraussetzungen zur Entstehung oder zum Scheitern von Geld. Eine zentrale These der Search-Theorie ist, dass die Informationsfraktionen und die mikroökonomische Struktur in der Wirtschaft einen Einfluss auf die Effektivität geldpolitischer Massnahmen haben. Obwohl sich der search-theoretische Ansatz in kürzester Zeit in der Geldtheorie etabliert hat, wurde er in den empirischen Modellen der Zentralbanken bisher kaum berücksichtigt. Am «SNB-Fed Cleveland Workshop on Monetary Economics» wurde deshalb der Schwerpunkt auf die Verbindung der Search-Theorie mit der angewandten Wirtschaftsforschung gelegt. Im vorliegenden Artikel wird zuerst der search-theoretische Ansatz vorgestellt. Danach werden die Konferenzbeiträge diskutiert.

Valutazione della situazione monetaria alla fine dell'anno (p. 8)

Il 13 dicembre 2002, la Banca nazionale svizzera ha deciso di mantenere il margine di oscillazione del Libor a tre mesi allo 0,25%–1,25%. Dal mese di marzo 2001, il basso tasso d'inflazione ha consentito alla Banca nazionale di allentare fortemente la sua politica monetaria e di ridurre complessivamente la fascia-obiettivo di 2,75 punti percentuali. L'istituto d'emissione ha dunque reagito con decisione al rallentamento della crescita economica e alle tendenze di rivalutazione del franco svizzero. Le incertezze relative all'evoluzione economica mondiale persistono; una ripresa duratura della congiuntura svizzera non subentrerà presumibilmente che nella seconda metà del 2003. La Banca nazionale continuerà perciò a seguire una politica monetaria espansiva e a mantenere ai livelli attuali l'attrattiva dei depositi in franchi svizzeri. Questa politica non mette in pericolo la stabilità dei prezzi.

Situazione economica e monetaria (p. 12)

La ripresa economica nei Paesi dell'OCSE è rimasta debole durante la seconda metà del 2002. Negli Stati Uniti il prodotto interno lordo reale è aumentato considerevolmente nel corso del terzo trimestre, ma gli indicatori economici lasciano prevedere un rallentamento per il quarto trimestre. La situazione congiunturale in Europa rimane debole. L'economia giapponese ha registrato, durante il terzo trimestre, una crescita considerevole, ma non ancora fondata su ampie basi. I presupposti per un rilancio congiunturale nel 2003 nella zona dell'OCSE sono tuttavia migliorati. La stabilizzazione dei mercati finanziari nonché le riduzioni dei tassi operate dall'istituto d'emissione statunitense e dalla Banca centrale europea hanno fornito i principali impulsi positivi.

La ripresa congiunturale in Svizzera è proseguita lentamente. Nel terzo trimestre, il prodotto interno lordo reale è aumentato di oltre l'1%, superando dello 0,6% il livello dell'anno precedente. La congiuntura ha tratto sostegno soprattutto dai consumi e dalle importazioni, mentre gli investimenti si sono ulteriormente contratti. L'andamento degli affari nell'industria si è mantenuto ad un livello insoddisfacente. Gli indicatori disponibili per il quarto trimestre lasciano intravedere un miglioramento. A causa della debole crescita economica, la disoccupazione è aumentata in tutte le regioni del Paese.

Da agosto a novembre, le condizioni monetarie quadro in Svizzera sono diventate più espansive. Sebbene il margine di oscillazione del Libor a tre mesi sia rimasto invariato, i tassi sul mercato monetario si sono leggermente ridotti. Una contrazione più pronunciata si è invece verificata sul mercato dei capitali: in novembre la loro media si situava al 2,8% circa, 0,4 punti percentuali sotto il livello di agosto. Il tasso di cambio del franco ha subito solo piccole variazioni.

Investimenti diretti nel 2001 (p. 44)

Le esportazioni di capitali per investimenti diretti svizzeri all'estero sono calate da 75 miliardi di franchi nel 2000 a 29 miliardi nel 2001. La consistenza degli investimenti diretti all'estero è aumentata del 9%, passando a 416 miliardi di franchi. Il relativo reddito da capitale si è ridotto di quasi un terzo, scendendo a 32 miliardi di franchi.

Le importazioni di capitale, più che dimezzate rispetto all'anno precedente, ammontavano nel 2001 a 15 miliardi di franchi. La consistenza del capitale estero è aumentata del 5%, salendo a 150 miliardi di franchi. I redditi del capitale impiegato in investimenti diretti in Svizzera, pari a 13 miliardi di franchi, sono risultati di un quarto inferiori all'anno precedente.

Averi all'estero nel 2001 (p. 68)

Il volume netto degli averi svizzeri all'estero, ridottosi di 48 miliardi nel 2000, è aumentato di 80 miliardi nel 2001, portandosi a 602 miliardi di franchi. Gli averi svizzeri all'estero sono diminuiti di 12 miliardi a 2220 miliardi di franchi; nel contempo, le consistenti perdite registrate sui mercati azionari si sono tradotte in un calo di 92 miliardi di franchi degli impegni verso l'estero, il cui totale è sceso a 1618 miliardi di franchi. La quota degli investimenti denominati in franchi svizzeri è stata del 14% per gli attivi (13% nel 2000) e del 52% per i passivi (53% nel 2000).

Search-Theory e ricerca economica applicata (p. 76)

In questi ultimi anni, si è diffuso un nuovo approccio alla teoria monetaria, noto con il nome di «search-theory». Oggetto di ricerca è l'analisi delle condizioni che determinano il sorgere e la scomparsa della moneta. Secondo una tesi centrale di questa teoria, le frizioni in ambito informativo e la struttura microeconomica influiscono sull'efficacia dei provvedimenti monetari. Sebbene sia stato rapidamente accolto nella teoria monetaria, l'approccio della search-theory non ha finora praticamente trovato applicazione nei modelli empirici delle banche centrali. La relazione tra la search-theory e la ricerca economica applicata ha perciò costituito il tema centrale del colloquio di economia monetaria «BNS-Riserva federale di Cleveland». Il presente articolo descrive in un primo tempo l'approccio della search-theory e successivamente esamina i contributi presentati alla conferenza.

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

On 13 December 2002, the Swiss National Bank decided to leave the target range for the three-month Libor rate at 0.25%–1.25%. Owing to the low level of inflation, the National Bank has been able to ease monetary policy substantially since March 2001, having since then lowered the target range for the three-month Libor by a total of 2.75 percentage points. The National Bank took decisive steps in response to declining economic growth and the upward trend of the Swiss franc. The imponderables with respect to the development of the global economy remain considerable, and a sustained economic upswing in Switzerland is not likely until some time in the second half of 2003. The National Bank is therefore maintaining its expansionary monetary policy and will keep the attractiveness of Swiss franc investments low. This does not jeopardise price stability.

Economic and monetary developments (p. 12)

In the second half-year 2002, the economic recovery in the OECD countries remained weak. In the US, real GDP rose significantly in the third quarter; however, given the sluggish economic development in autumn, economic growth is likely to have slowed down again in the fourth quarter. In Europe, the economic situation remained dismal. The Japanese economy expanded considerably in the third quarter, although the recovery was not yet broad-based. The preconditions for an economic revival in the OECD area in 2003 have, however, improved. Positive stimuli are in particular likely to emanate from the stabilisation of the financial markets and interest rate reductions by the Fed and the European Central Bank.

In Switzerland, the economic recovery continued at a restrained pace. Real GDP in the third quarter rose by just over 1% from the previous period, thus exceeding the corresponding year-earlier level by 0.6%. Consumption and exports were engines of growth, while investment activity remained depressed. Business activity in industry persisted at an unsatisfactory level; nevertheless, the indicators available for the fourth quarter inspire some confidence. As a result of continuously weak economic growth, unemployment increased still further in all parts of the country.

Monetary conditions in Switzerland became more expansive between August and November. Even though the target range for the three-month Libor rate remained unchanged, money market rates edged downwards. Capital market rates fell much more steeply; in November, they averaged just under 2.8%, i.e. 0.4 percentage points less than in August. The exchange rate of the Swiss franc exhibited little movement.

Development of direct investment in 2001

(p. 44)

Swiss capital outflows for direct investment abroad totalled Sfr 29 billion in 2001, compared with Sfr 75 billion a year earlier. Switzerland's stock of direct investment abroad expanded by 9% to Sfr 416 billion. Income from direct investment abroad diminished by almost one-third to Sfr 32 billion.

Capital inflows decreased by more than half to Sfr 15 billion in 2001 from the previous year. The stock of foreign capital rose by 5% to Sfr 150 billion. At Sfr 13 billion, income from foreign direct investment in Switzerland fell one-quarter short of the year-earlier level.

Switzerland's international investment position in 2001 (p. 68)

Switzerland's net international investment position abroad rose by Sfr 80 billion to Sfr 602 billion in 2001, after having declined by Sfr 48 billion in the previous year. Foreign assets diminished by Sfr 12 billion to Sfr 2220 billion, while foreign liabilities dropped by Sfr 92 billion to Sfr 1618 billion due to heavy price losses on stocks. A 14% share (previous year: 13%) of all foreign assets and 52% (53%) of liabilities were held in Swiss francs.

Search theory and applied economic research (p. 76)

Recent years have seen the development of a new approach to monetary theory known as the search approach. It looks into the conditions for the creation or failure of money. One of the central theses of search theory is that information frictions and the microeconomic structure in the economy have an influence on the effectiveness of monetary policy measures. Even though the search-theoretical approach has established itself in monetary theory within a very short space of time, it has so far hardly been considered in the empirical models of central banks. The "SNB-Fed Cleveland Workshop on Monetary Economics" therefore focused on linking search theory with applied economic research. This article first presents the search theory approach before discussing the conference delegates' papers.

Appréciation de la situation économique et monétaire en fin d'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 Zurich, le 13 décembre 2002

La Banque nationale a décidé de laisser inchangée à 0,25%–1,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois sera maintenu dans la zone médiane de la marge de fluctuation. Grâce au renchérissement très modéré, nous avons pu assouplir fortement notre politique monétaire depuis mars 2001 et, ainsi, abaisser de 2,75 points au total la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Ce faisant, nous avons nettement réagi à l'affaiblissement de la croissance économique et aux tendances à la revalorisation que le franc a subies sur les marchés des changes. Notre dernière baisse du Libor remonte au 26 juillet de cette année. Les incertitudes au sujet de l'évolution de l'économie mondiale demeurent fortes, et il faudra probablement attendre le second semestre de 2003 pour qu'une reprise durable de la conjoncture se manifeste en Suisse. 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. Avec un Libor à trois mois inchangé à 0,75%, le renchérissement annuel moyen devrait s'inscrire entre 0,7% et 1,6% ces trois prochaines années. Nous tablons sur une croissance économique d'un peu plus de 1% en 2003, alors que nous serons vraisemblablement proches de 0% cette année.

Conjoncture

En Suisse, la conjoncture s'est quelque peu stabilisée ces deux derniers trimestres, bien que la reprise de l'économie mondiale ait été retardée. Après quatre trimestres de recul, le produit intérieur brut a marqué une légère progression d'un trimestre à l'autre, tant au deuxième qu'au troisième trimestre de 2002. Des impulsions ont découlé des exportations et de la consommation.

L'économie suisse reste cependant dans une situation qui n'est guère favorable. La détérioration observée sur le marché du travail et la baisse des cours des actions pèsent sur le climat de consommation et le revenu disponible des ménages. Dans les branches exportatrices, les entrées et carnets de commandes sont à un niveau insatisfaisant, ce qui incite à penser que la reprise, du côté des exportations, n'est pour le moment pas encore assurée. Le taux d'utilisation des capacités est toujours insuffisant, tant dans l'industrie que dans la construction, et la propension à investir est actuellement très faible dans les entreprises.

La faiblesse actuelle de la croissance en Suisse ne pourra être surmontée sans une reprise durable des exportations et des investissements en biens d'équipement. Nous tablons sur une progression sensible des exportations, au second semestre de 2003, dans le sil-

lage de la reprise de l'économie mondiale. Peu après, les investissements en biens d'équipement devraient eux aussi repartir à la hausse. La croissance de l'économie suisse sera vraisemblablement très faible jusqu'au milieu de l'année prochaine. Aussi le chômage pourrait-il augmenter encore jusqu'à ce moment-là. La consommation privée, longtemps le principal moteur de la conjoncture, ne progressera que peu en 2003. Nous escomptons une croissance économique légèrement supérieure à 1% en 2003, mais proche de 0% en 2002.

Prévision d'inflation

Je voudrais maintenant commenter l'évolution du renchérissement et notre nouvelle prévision d'inflation. Selon notre prévision d'inflation de juin 2002 (voir courbe verte en tirets et points du graphique), nous nous attendions alors, en partant de l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 1,25%, à ce que l'inflation augmente graduellement et atteigne 1,9% au premier trimestre de 2005.

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement a fléchi, son taux annuel passant de 0,7% au deuxième trimestre à 0,3% au troisième trimestre de 2002. En octobre et en novembre, il s'établissait à 1% environ. Ces fluctuations sont dues avant tout à un déplacement de la date du relevé des prix lors des soldes. Cela explique également pourquoi, dans notre prévision de juin 2002, nous avons surestimé l'évolution de l'inflation au troisième trimestre de 2002.

Pour établir notre dernière prévision d'inflation (courbe en tirets rouges), nous sommes partis de plusieurs hypothèses. Ainsi, avons-nous estimé, la croissance devrait de nouveau s'accélérer aux Etats-Unis à partir du deuxième trimestre de 2003. L'économie américaine retrouvera un rythme conforme à son potentiel de croissance au début de 2004. Dans l'UE, la reprise sera plus lente à venir. Une nette accélération de la croissance n'interviendra que vers la fin de 2003. 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 0,75% au cours des trois prochaines années, le taux annuel moyen d'inflation devrait s'établir à 0,7% en 2003, puis passer à 0,9% en 2004 et atteindre 1,6% en 2005. Telle qu'elle ressort de notre prévision, l'inflation reste inférieure à 1% jusqu'à la fin de 2004, abstraction faite du quatrième trimestre de 2002. Elle marque cependant une sensible accélération au cours de l'année 2005 et atteint, au quatrième trimestre de 2005, la barre des 2%.

Notre dernière prévision est ainsi constamment au-dessous de celle de juin 2002. Elle reflète le retard avec lequel la reprise de la conjoncture interviendra. Dans notre prévision de décembre 2002, l'inflation augmente plus fortement, vers la fin de la période de trois ans, parce que la politique monétaire, depuis juin dernier, est devenue encore plus expansionniste.

Poursuite de la politique monétaire expansionniste

Lors de notre dernière conférence de presse, j'ai souligné que la Banque nationale doit être prête à réagir rapidement aux modifications de la situation économique. En été, lorsqu'un retard a commencé à se dessiner dans la reprise économique, nous avons agi immédiatement et réduit une nouvelle fois les taux d'intérêt. Depuis, notre analyse de la situation est restée fondamentalement la même. Dans le proche avenir, nous continuerons donc à mener une politique monétaire expansionniste. Nous voulons ainsi soutenir la reprise de la conjoncture et maintenir les placements en francs peu attrayants. Le bas niveau des taux d'intérêt et la croissance relativement forte des agrégats monétaires ne constituent pas, pour le moment, une source de risques pour la stabilité des prix. Lorsqu'une reprise durable de l'activité économique se dessinera, nous devrons réexaminer notre politique monétaire et l'adapter aux nouvelles circonstances. Mais ce moment n'est pas encore en vue. En effet, les risques de faiblesse l'emportent toujours. Si la reprise aux Etats-Unis et en Europe devait être encore retardée ou si une forte revalorisation du franc devait se produire sur les marchés des changes, le redressement attendu de la conjoncture en Suisse serait menacé. Dans l'un ou l'autre de ces cas, la Banque nationale serait prête à réagir avec les moyens appropriés. Dans les circonstances actuelles, notre politique monétaire est cependant suffisamment expansionniste.

Aujourd'hui, le risque de basculer dans une déflation est souvent évoqué. Ce risque – notre prévision le laisse entendre – est sans doute faible, à moyen terme, en Suisse. Il est toujours possible, à court terme, que des facteurs particuliers, telle une forte baisse du prix du pétrole, conduisent à des taux de renchérissement négatifs pour certains trimestres. Mais une baisse persistante du niveau des prix, conjuguée à une forte diminution de la demande de biens et de la production, nous paraît improbable dans les circonstances actuelles. Notre politique monétaire expansionniste et la souplesse de l'économie suisse feraient obstacle à une telle évolution.

Dans la situation que nous connaissons, une politique monétaire expansionniste ne suffit pas à maintenir et à renforcer l'attrait de la place économique suisse. D'autres efforts sont eux aussi indispensables. Ainsi, la libéralisation de notre marché intérieur doit être poursuivie. Les branches qui souffrent de problèmes structurels doivent accroître leur compétitivité en procédant à des ajustements résolus.

Expériences faites avec notre stratégie de politique monétaire

Permettez-moi de commenter également les expériences que nous avons faites avec notre stratégie de politique monétaire. Nous avons adapté notre stratégie il y a exactement trois ans. Vous en connaissez les trois éléments principaux: définition de la stabilité des prix, prévision d'inflation servant d'indicateur principal et, sur le plan opérationnel, marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois.

Les expériences faites avec notre stratégie de politique monétaire sont globalement bonnes. Nous les avons récemment analysées lors d'un séminaire interne. Depuis l'introduction de notre nouvelle stratégie, nous avons étendu les bases sur lesquelles reposent nos décisions de politique monétaire, mais aussi approfondi l'analyse des indicateurs et des modèles utilisés. Le recours à des informations pertinentes plus diversifiées nous a permis d'adopter une attitude plus prospective et de réagir plus rapidement qu'auparavant aux modifications de la situation économique.

En Suisse, le public a bien accueilli notre stratégie de politique monétaire. La même constatation peut être faite pour les marchés financiers et des organisations internationales telles que le FMI et l'OCDE. Notre stratégie a sensiblement accru la transparence. En publiant des études sur notre processus interne de décision et sur les modèles utilisés, nous avons mis d'autres informations importantes à la disposition des intéressés. Le public est ainsi mieux en mesure de comprendre nos réflexions et nos décisions de politique monétaire.

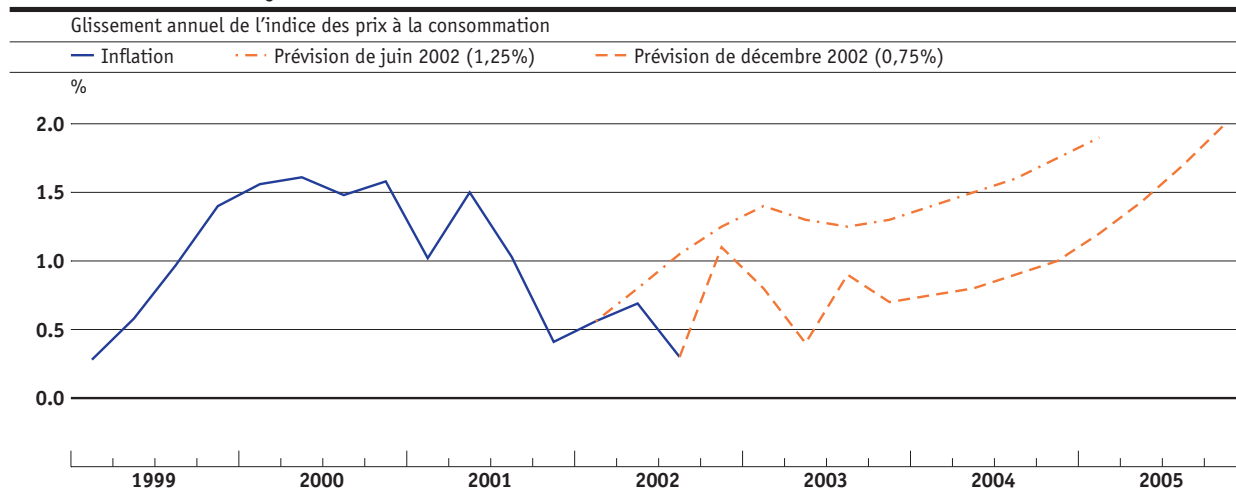
Jusqu'ici, nous avons publié une prévision d'inflation en juin et en décembre de chaque année. Nous désirons franchir une étape supplémentaire et, à l'avenir, publier une prévision d'inflation actualisée après chacun de nos examens trimestriels de la situation. Ainsi, nous améliorerons encore la transparence. Dès l'année prochaine, notre politique monétaire, avec la nouvelle prévision d'inflation, sera présentée au public en mars et en septembre également. Comme nous l'avons fait jusque-là, les prévisions d'inflation de juin et de décembre seront publiées à l'occasion de nos conférences de presse. Celles de mars et de septembre entreront dans les communiqués de presse que nous diffusons à propos de l'examen trimestriel de la situation.

Ventes d'or

Le 22 septembre dernier, le peuple et les cantons ont rejeté, en votation populaire, l'initiative sur l'or et le contre-projet. La Banque nationale poursuit néanmoins son programme de vente graduelle de la moitié de son stock d'or, et les réserves excédentaires figurent toujours dans son bilan. Aujourd'hui, environ 660 des 1300 tonnes ont déjà été écoulées. Nous n'avons aucune raison de modifier notre stratégie: ces actifs représentent des réserves excédentaires qui peuvent être affectées à d'autres fins que la politique monétaire, et cette affectation n'est possible que si l'or est préalablement vendu et sa contre-valeur placée en titres.

Nous plaçons le produit des ventes d'or en titres suisses et étrangers. Ce portefeuille est ainsi moins sensible aux variations de change que celui qui est constitué des réserves de devises. Les revenus tirés des placements entrent dans notre compte de résultat et alimentent de ce fait la distribution des bénéfices à la Confédération et aux cantons. Cette distribution se montera, dès 2003, à 2,5 milliards de francs par année. Une révision de la convention passée à ce sujet avec la Confédération en avril dernier n'est pas nécessaire. Celle-ci prévoit en effet un réexamen automatique de la situation si la rentabilité de la Banque nationale devait être durablement supérieure à ce qui était attendu.

Prévisions d'inflation de juin 2002, avec Libor à 1,25%, et de décembre 2002, avec Libor à 0,75%



Prévision d'inflation de décembre 2002 avec Libor à 0,75%	2002	2003	2004	2005
Inflation annuelle moyenne en %	0,7	0,7	0,9	1,6

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 12 décembre 2002. 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

Au second semestre de 2002, la reprise de la conjoncture est restée, comme prévu, peu soutenue dans les pays de l'OCDE. Aux Etats-Unis, le produit intérieur brut réel a considérablement augmenté au troisième trimestre, mais sa croissance a probablement marqué un ralentissement au quatrième trimestre, l'évolution économique ayant été morose en automne. En Europe, le tableau conjoncturel est resté généralement sombre. Les exportations, qui avaient gagné en vigueur dans maints pays au cours des six premiers mois de l'année, se sont affaiblies; quant aux investissements, ils n'ont toujours pas montré de signes d'amélioration. Globalement, le produit intérieur brut réel de la zone euro n'a sans doute progressé que légèrement. L'économie japonaise a enregistré une sensible croissance au troisième trimestre, mais la reprise ne reposait pas encore sur une large assise.

Les conditions préalables à une accélération de la conjoncture en 2003 se sont cependant améliorées au second semestre. Des impulsions devraient découler en particulier de la stabilisation des marchés des actions au quatrième trimestre. La Réserve fédérale des Etats-Unis et la Banque centrale européenne ont elles aussi apporté une importante contribution en réduisant leurs taux directeurs d'un demi-point, la première en novembre et la seconde en décembre. Cet assouplissement de la politique monétaire – les deux banques centrales ont cherché ainsi à combattre la faiblesse persistante de la conjoncture – a eu lieu sur

fond de taux d'inflation toujours bas. Au cours des prochains mois, les principaux stimulants devraient continuer à venir des Etats-Unis, aucun redressement autonome n'étant pour le moment perceptible tant en Europe qu'au Japon.

Ralentissement de la reprise aux Etats-Unis

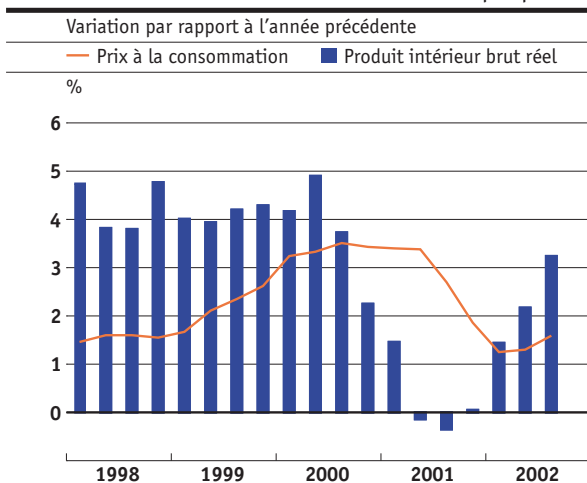
Aux Etats-Unis, le produit intérieur brut réel s'est accru, en taux annualisé, de 4% au troisième trimestre, après 1,3% au trimestre précédent. En comparaison annuelle, son expansion a atteint 3,2%. Elle a découlé principalement de la hausse vigoureuse de la consommation privée, qui a été stimulée par les ventes promotionnelles de l'industrie automobile. La consommation publique et l'accroissement des stocks ont eux aussi contribué à la croissance, mais dans une moindre mesure. La propension à investir des entreprises a continué à diminuer, tandis que la construction de logements a progressé légèrement. L'essor des exportations a faibli du fait de la morosité de la conjoncture à l'étranger.

Au quatrième trimestre, le produit intérieur brut réel a, selon les indicateurs disponibles, augmenté beaucoup moins qu'au trimestre précédent. La consommation privée a perdu de son dynamisme, après l'achèvement des ventes promotionnelles, et l'activité est restée faible dans le secteur des exportations. Le taux de chômage s'est accru, passant à 6% en novembre.

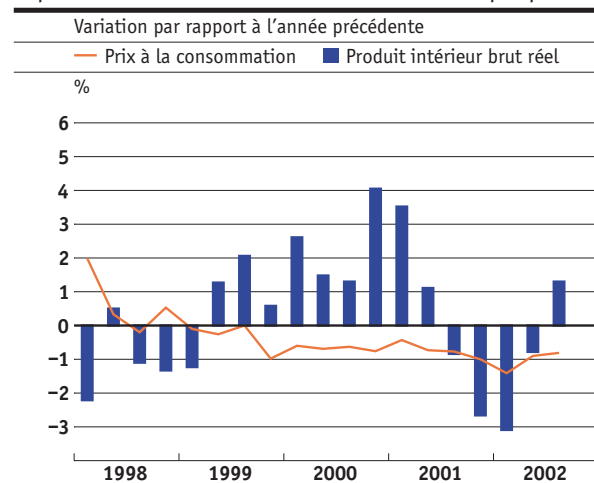
Croissance toujours faible dans l'UE

Dans la zone euro, le produit intérieur brut réel a progressé, en taux annualisé, de 1,3% au troisième trimestre, soit à un rythme très proche de celui de la période précédente. En comparaison annuelle, sa crois-

Etats-Unis Graphique 1.1



Japon Graphique 1.2



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

sance a été de 0,8%. La consommation a augmenté légèrement, mais les investissements ont stagné. Si la croissance économique s'est légèrement accélérée en Allemagne, après un faible deuxième trimestre, elle a marqué un ralentissement en France. En outre, la conjoncture est restée peu vigoureuse en Italie et dans la plupart des autres pays de cette zone.

Selon plusieurs indicateurs, la croissance devrait être faible, au quatrième trimestre également. La confiance des consommateurs s'est détériorée, et les exportations ont souffert de la faiblesse de la demande étrangère, mais aussi de la revalorisation que l'euro a enregistrée depuis le printemps. Dans ces conditions, la propension à investir est restée déprimée. Entre août et novembre, le taux de chômage a augmenté légèrement pour s'établir à 8,4% en novembre.

Au Royaume-Uni, le tableau conjoncturel était plus favorable. Les investissements et les exportations ont cependant perdu de leur vigueur. De plus, la consommation privée – le principal moteur de l'activité – semble avoir marqué un ralentissement au quatrième trimestre. Il faut donc s'attendre à un tassement de la croissance économique. Le taux de chômage est resté stable à 3,1% jusqu'en octobre.

Croissance fragile au Japon

Le produit intérieur brut réel du Japon s'est accru sensiblement au troisième trimestre, comme au trimestre précédent. Il dépassait ainsi son niveau de la période correspondante de 2001, après quatre trimestres de repli. La reprise a reposé essentiellement sur la consommation, tant privée que publique. Les exportations, qui étaient encore en vigoureuse pro-

gression au deuxième trimestre, n'ont augmenté que légèrement, et les investissements ont même reculé plus fortement qu'au trimestre précédent.

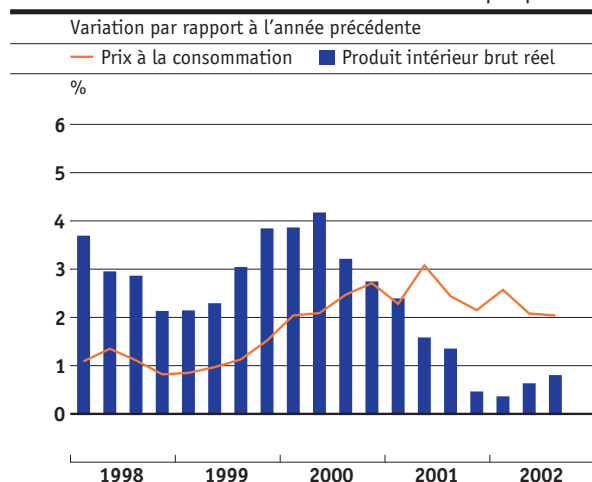
Selon les enquêtes les plus récentes, la demande de consommation a continué sa hausse au quatrième trimestre. Par contre, aucune amélioration ne s'est dessinée du côté des exportations, comme de celui des investissements. La production industrielle n'a augmenté que faiblement, et l'emploi a diminué. Le taux de chômage est resté stable à 5,5%.

Situation toujours difficile en Argentine – Stabilisation au Brésil

Au second semestre de 2002, l'Argentine a montré des signes de stabilisation de son économie, mais à un bas niveau. Le produit intérieur brut réel a augmenté légèrement du deuxième au troisième trimestre. La crise économique ne semble cependant pas proche de sa fin. La conclusion d'un nouveau programme d'ajustement économique et, partant, d'un crédit avec le Fonds monétaire international (FMI) a pris du retard. En novembre, l'Argentine n'a pas honoré ses engagements envers la Banque mondiale; elle avait déjà suspendu le service de la dette envers ses créanciers privés étrangers au début de l'année.

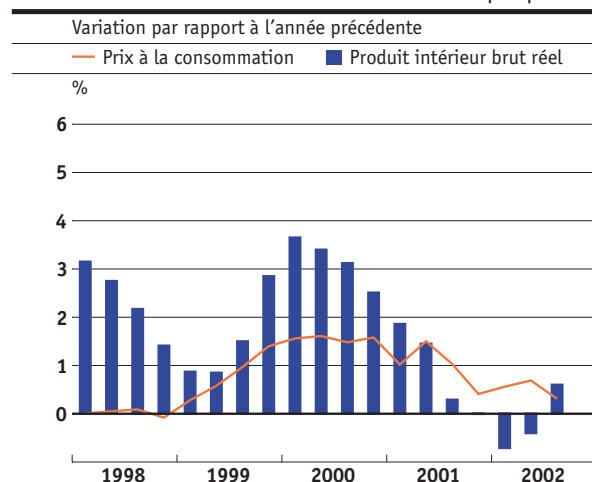
Au Brésil, la situation s'est apaisée sur les marchés financiers et des changes au quatrième trimestre, après la forte hausse que la prime de risque sur les titres de l'Etat avait enregistrée à l'approche de l'élection présidentielle d'octobre. L'inflation s'est accélérée à la suite de la dépréciation massive de la monnaie brésilienne entre avril et mi-octobre. Aussi la banque centrale brésilienne a-t-elle relevé nettement ses taux directeurs en octobre et en novembre.

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 toujours bas

Dans la zone de l'OCDE (sans les pays à forte inflation), le renchérissement annuel – mesuré aux prix à la consommation – s'est accru entre juillet et octobre pour atteindre 1,8%, alors qu'il avait faibli au deuxième trimestre. Les prix des denrées alimentaires sont restés approximativement stables, mais ceux de l'énergie ont augmenté; en octobre, ils dépassaient de 2% le niveau observé un an auparavant. Le renchérissement sous-jacent (sans l'alimentation et l'énergie) n'a cependant pas varié (2%).

Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, le renchérissement s'est quelque peu accéléré, passant à respectivement 1,6% et 2% au troisième trimestre; dans la zone euro en revanche, il est resté inchangé à 2%. En octobre et en novembre, une légère hausse a été observée tant aux Etats-Unis qu'en Europe.

Au Japon, la déflation a perdu un peu de son ampleur. Au troisième trimestre, les prix à la consommation étaient inférieurs de 0,8% au niveau enregistré un an auparavant. Ils avaient reculé de 0,9% et de 1,4% aux deux premiers trimestres de l'année. En octobre toutefois, la baisse des prix s'est de nouveau intensifiée.

Réduction de taux directeurs

Les banques centrales des grands pays industrialisés ont laissé leurs taux directeurs inchangés jusqu'en novembre. Le 6 novembre, pour juguler la crainte d'un nouvel affaiblissement de la conjoncture, la banque centrale des Etats-Unis a réduit d'un demi-point le taux de l'argent au jour le jour, le ramenant à 1,25%. En Europe également, des taux directeurs ont été abaissés eu égard aux perspectives de croissance économique toujours moroses et au faible danger d'inflation. La banque centrale suédoise a ramené son taux directeur de 4,25% à 3,75% en deux étapes, l'une à la mi-novembre et l'autre au début de décembre. La banque centrale norvégienne a quant à elle ramené son taux directeur de 7% à 6,5% en décembre. Le 5 décembre, la Banque centrale européenne a diminué d'un demi-point le taux de soumission minimal qu'elle applique aux opérations principales de refinancement, le fixant à 2,75%. En revanche, la Banque d'Angleterre a maintenu inchangé son taux des pensions de titres, et le taux de l'argent au jour le jour de la Banque du Japon est resté proche de 0,0%.

Repli des taux d'intérêt à long terme

Après une sensible baisse au troisième trimestre, les taux d'intérêt à long terme se sont légèrement redressés en octobre et en novembre. Aux Etats-Unis, le rendement des emprunts d'Etat à dix ans a passé de 4,3% en août à 4,1% en novembre. Pendant la même période, il s'est replié de 0,1 point dans la zone euro et au Royaume-Uni; en novembre, les emprunts d'Etat à dix ans offraient un rendement de 4,6%, tant dans la zone euro qu'au Royaume-Uni. Au Japon, le niveau des taux à long terme était beaucoup plus bas en termes nominaux. Le rendement des emprunts d'Etat à dix ans s'établissait à 1% en novembre, contre 1,3% en août.

1.3 Perspectives conjoncturelles

Dans ses prévisions d'automne, l'OCDE table sur une poursuite de la reprise en 2003, mais a nettement révisé à la baisse les taux de croissance, en particulier pour l'Europe et les Etats-Unis. L'organisation s'attend désormais à une croissance de 1,9% (écart par rapport à la prévision faite le printemps dernier: -0,9 point) pour l'UE, de 1,4% (-0,9 point) pour la Suisse et de 2,7% (-0,8 point) pour les Etats-Unis. En revanche, l'économie japonaise devrait croître de 0,8%, soit à un rythme un peu supérieur à ce qui était prévu le printemps (0,3%). En outre, le renchérissement moyen des pays de la zone devrait être, l'an prochain, un peu plus élevé que ce qui était prévu six mois auparavant.

Les prévisions de croissance de l'OCDE concordent généralement avec ce qui ressort de l'enquête consensuelle de novembre¹. Les participants à cette enquête ont, au cours des trois derniers mois, revu eux aussi à la baisse leurs pronostics pour 2003.

Prévisions

Tableau 1

	Croissance économique ²				Renchérissement ³			
	OCDE		Prévisions consensuelles		OCDE ⁴		Prévisions consensuelles	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Union européenne	0,9	1,9	1,0	1,9	2,4	2,2	2,1	1,9
Allemagne	0,2	1,4	0,4	1,3	1,6	1,3	1,4	1,4
France	1,0	2,0	1,0	1,8	1,9	1,8	1,8	1,6
Royaume-Uni	1,5	2,1	1,6	2,5	2,0	2,1	2,2	2,3
Italie	0,1	1,5	0,4	1,7	2,4	2,2	2,4	2,0
Etats-Unis	2,4	2,7	2,3	2,7	1,6	2,2	1,6	2,2
Japon	-0,7	0,8	-0,9	0,8	-1,1	-1,1	-1,0	-0,7
Suisse	-0,2	1,4	-0,1	1,1	0,6	0,5	0,6	0,8

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 uniquement; Royaume-Uni: sans coûts hypothécaires

Sources: OCDE: Perspectives économiques (novembre 2002); prévisions consensuelles: Survey de novembre 2002

2 Evolution monétaire

En Suisse, les conditions monétaires sont devenues plus expansionnistes entre août et novembre 2002. Bien que la marge de fluctuation du Libor à trois mois soit restée inchangée dans la période postérieure au 26 juillet 2002, les taux d'intérêt à court terme ont légèrement diminué. En outre, les taux d'intérêt ont nettement fléchi sur le marché des capitaux. Quant au cours du franc, il n'a guère varié.

Les agrégats monétaires ont continué à croître. Les taux d'intérêt bas ont entraîné de nouveaux transferts des dépôts à terme vers des formes de placement plus liquides, ce qui s'est traduit par de fortes expansions de M_1 et de M_2 . Les crédits à la clientèle suisse ont stagné.

2.1 Taux d'intérêt

Léger repli des taux à court terme

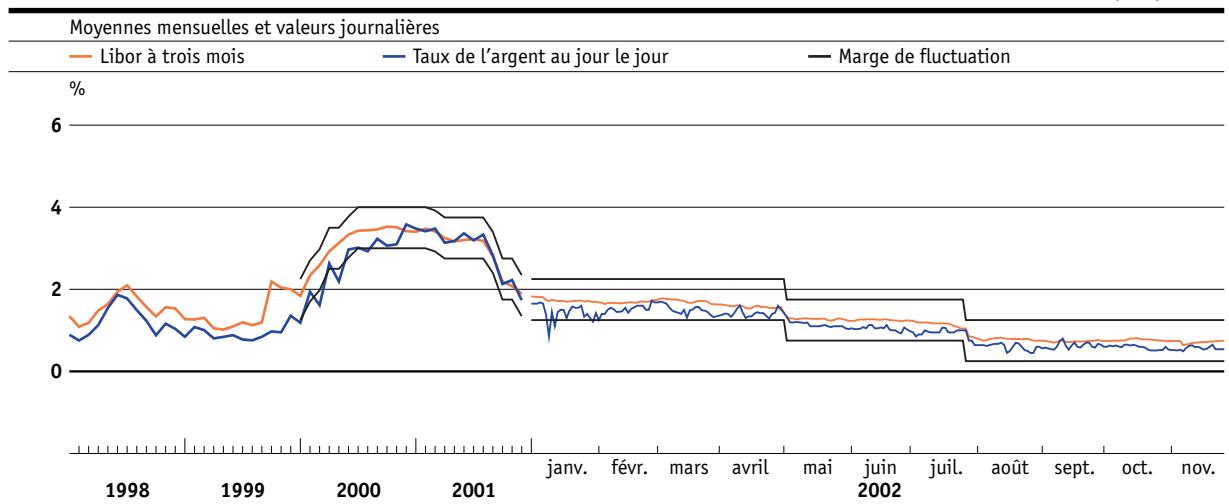
Depuis le 26 juillet 2002, la marge de fluctuation que la Banque nationale assigne au taux des dépôts à trois mois, en francs, sur le marché interbancaire londonien (Libor) est fixée entre 0,25% et 1,25%. Néanmoins, les taux d'intérêt suisses à court terme se sont légèrement repliés entre août et novembre. Alors que le Libor à trois mois évoluait le plus souvent, en août, au-dessus de la zone médiane de sa fourchette (0,75%), il était très inférieur à celle-ci en novembre. En moyenne, il s'établissait à 0,75%. Sur le marché monétaire, les rémunérations à plus long terme, soit jusqu'à douze mois, ont diminué davantage que le taux à trois mois. Entre août et novembre, le taux de l'argent au jour le jour était inférieur de 15 points de base au Libor à trois mois, et le rendement à l'émission des créances comptables sur la Confédération était 28 points de base au-dessous du Libor à trois mois.

Entre août et novembre, les rémunérations des placements en dollars et en euros ont fléchi davantage que celles qui sont servies sur le franc. La réduction, le 6 novembre, du taux directeur de la Réserve fédérale et des anticipations à la baisse des taux en Europe expliquent cette évolution. De ce fait, les écarts entre les taux à court terme étrangers et suisses se sont légèrement resserrés. Si l'on prend les Libor à trois mois, ils étaient en moyenne de 0,95 point entre le dollar et le franc et de 2,51 points entre l'euro et le franc, mais la rémunération sur le yen était inférieure de 0,68 point à celle sur le franc.

Sensible baisse des rendements obligataires

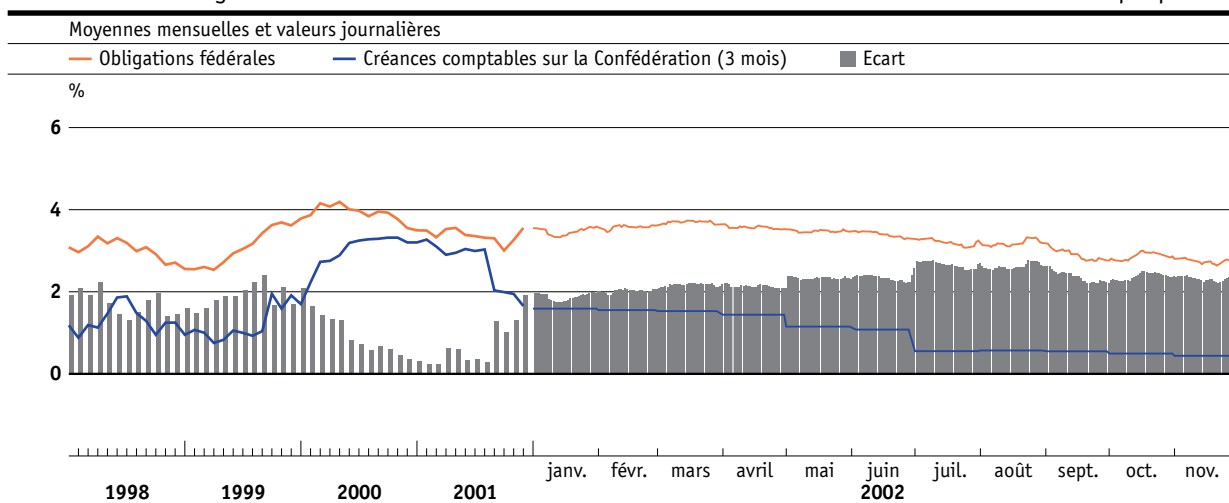
Entre août et novembre, les rendements des emprunts d'Etat à long terme ont nettement diminué dans tous les pays industrialisés. Le rendement estimé d'un emprunt synthétique de la Confédération à intérêts précomptés et d'une durée résiduelle de dix ans a fléchi, passant de 3,18% à 2,75%. La prime de durée d'un emprunt d'Etat à long terme, c'est-à-dire l'écart par rapport au rendement à l'émission d'une créance comptable à trois mois sur la Confédération, s'est elle aussi réduite. Elle était de 2,31% en novembre, contre 2,61% en août.

Les écarts entre les rendements des emprunts d'Etat étrangers et suisses ont évolué inégalement entre août et novembre. Ils ont légèrement diminué, tant entre titres américains et suisses qu'entre titres japonais et suisses. Par contre, l'écart s'est un peu élargi entre titres de l'UE et titres suisses. En moyenne des mois d'août à novembre, le rendement des titres suisses était inférieur de 1,10 point à celui des titres américains et de 1,69 point à celui des titres de l'UE, mais supérieur de 1,81 point à celui des titres japonais.



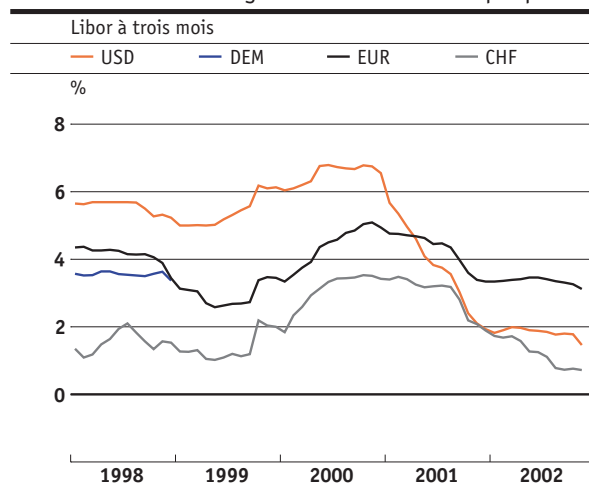
Rendement des obligations et structure des taux d'intérêt

Graphique 2.2



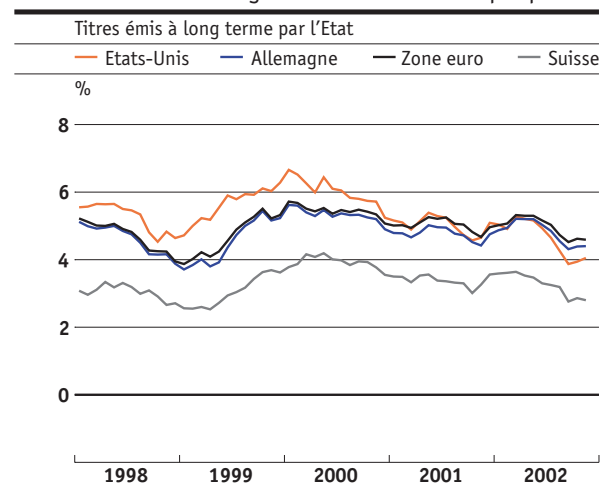
Taux d'intérêt à l'étranger

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

Réduction des taux hypothécaires

Le rendement des obligations de caisse des banques cantonales suit en général celui des emprunts fédéraux à long terme avec un décalage d'un mois environ et à un niveau légèrement plus bas. Cette règle s'est confirmée pendant les mois d'août à novembre. Le rendement des obligations de caisse des banques cantonales s'établissait à 2,28% au début de novembre, contre 2,72% au début d'août. La rémunération servie par les banques cantonales sur les fonds d'épargne suit généralement l'évolution des taux à court terme, à un niveau lui également plus bas, mais sans marquer toutes les fluctuations de ceux-ci. Cette règle s'est elle aussi confirmée. Le taux des dépôts d'épargne a été ramené en moyenne de 1,20% en août à 1,04% en novembre. La baisse des taux à court terme a permis aux banques de financer les prêts à long terme à des conditions plus favorables, d'où peu après une première et sensible détente sur le marché des anciennes et des nouvelles hypothèques. Entre début août et début novembre, les taux des anciennes hypothèques ont été réduits de 20 points de base et fixés à 3,83%; ceux des nouvelles hypothèques ont reculé de 24 points de base, passant à 3,78%. A fin novembre, quelques banques ont déclenché un nouveau mouvement de baisse.

Chute, puis lente remontée des bourses

Jusqu'au début d'octobre, les marchés des actions ont fortement chuté dans le monde entier. Les cours se sont ensuite nettement redressés, abstraction faite du marché japonais. Néanmoins, tous les principaux indices boursiers ont beaucoup reculé entre le début de l'année et le mois de novembre. L'indice allemand DAX a baissé de 36%, enregistrant ainsi la plus lourde perte. Dans la même période, les bourses ont fléchi de 21% aux Etats-Unis (S&P 500), de 19% en Suisse (SPI) et de 17% au Japon (Nikkei). Après la dernière baisse, les indices de la plupart des bourses ont retrouvé des niveaux proches de ceux de 1997/98. Le Nikkei était quant à lui à son niveau du début des années quatre-vingt.

2.2 Cours de change

Stabilisation du dollar après une baisse

Entre août et novembre, l'évolution des marchés des changes a été marquée par la stabilisation du dollar, à un niveau plus bas, et par une dépréciation du yen.

Après avoir faibli dans la première moitié de l'année, le dollar s'est stabilisé au second semestre. Entre août et novembre, il a fluctué autour de la parité face à l'euro. Vis-à-vis de la livre sterling, la monnaie américaine est restée proche de 0,64 livre, alors qu'elle valait encore 0,70 livre au début de l'année. En outre, le dollar s'est raffermi par rapport au yen; il s'échangeait à 123 yens à fin novembre, contre 116 yens, le cours le plus bas de l'année, en juillet.

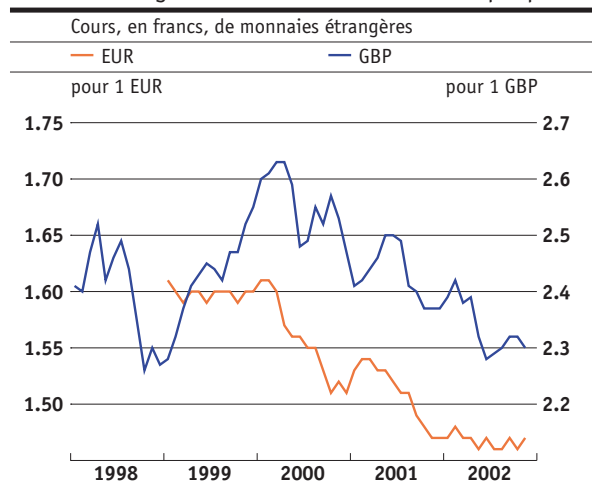
En septembre, le yen a commencé à reculer face à toutes les principales monnaies. Ainsi, il valait 0,82 euro en octobre et novembre, après 0,86 euro en août.

Légère hausse du franc

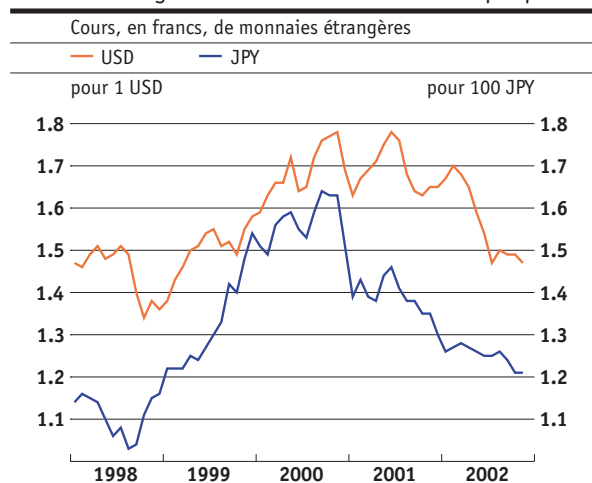
Entre août et novembre, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, a légèrement augmenté. Cette hausse est due avant tout à une fermeté vis-à-vis du dollar et du yen. Le franc est resté en revanche stable par rapport à l'euro. Le dollar a fluctué autour de 1,50 franc dans une première phase, puis a fléchi, passant à 1,45 franc au début de novembre; il s'est ensuite redressé pour s'établir à 1,48 franc à fin novembre. Comme le dollar s'échangeait à plus de 1,65 franc au début de l'année, il a cédé 10%. Après avoir faibli de 7% face au franc entre mi-août et mi-octobre, le yen s'est stabilisé à environ 1,20 franc jusqu'à fin novembre. Un cours du yen aussi bas n'avait plus été observé depuis le printemps de 1999. Pendant les mois examinés, l'euro a fluctué à l'intérieur d'une marge étroite, soit entre 1,46 et 1,47 franc. Le cours de la livre sterling a légèrement augmenté entre fin juin et fin octobre, puis a fléchi pour s'inscrire à 2,30 francs en novembre. Au début de l'année, la livre valait encore 2,40 francs.

En octobre, le cours réel du franc, pondéré par les exportations, dépassait de 2,1% son niveau de début janvier. Des hausses particulièrement fortes ont été observées face aux monnaies des partenaires commerciaux d'Asie (9,5%) et d'Amérique du Nord (9,1%). Vis-à-vis des partenaires européens en revanche, le franc a cédé 0,2% en termes réels.

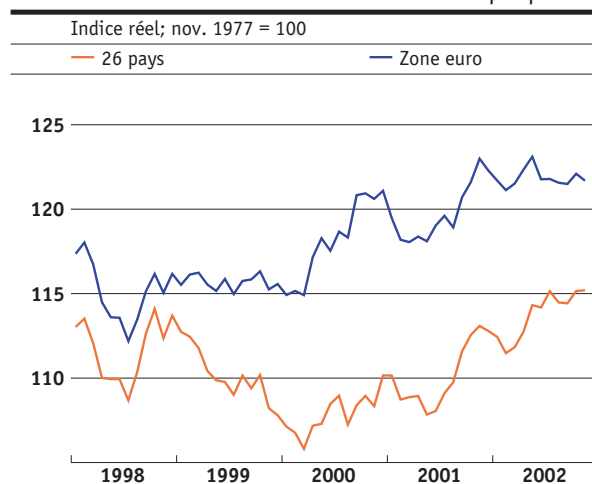
Cours de change Graphique 2.5



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

Nouvelle augmentation de la monnaie centrale

La monnaie centrale désaisonnalisée s'établissait à 38,3 milliards de francs au troisième trimestre. Ses deux composantes, soit les billets en circulation et les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale, s'élevaient à respectivement 34,4 milliards et 3,4 milliards de francs.

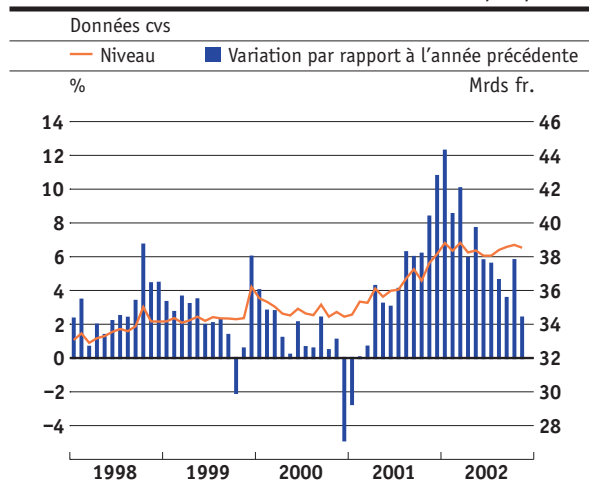
Après un léger repli jusqu'au milieu de l'année, la monnaie centrale désaisonnalisée s'est remise à croître; en octobre, elle était de nouveau très proche de son niveau record du début de l'année. Entre le troisième trimestre de 2001 et la période correspondante de 2002, l'agrégat a augmenté de 4,6%. Les billets en circulation se sont accrus de 5,2%, tandis que les avoirs en comptes de virements ont diminué de 1,6%. Ces avoirs fluctuant fortement, on ne saurait voir dans leur recul une tendance à long terme.

La croissance, en comparaison annuelle, de la monnaie centrale est imputable à l'expansion des billets en circulation, plus particulièrement des coupures de mille francs. Comme les trimestres précédents, ces coupures ont contribué pour les deux tiers à l'accroissement des billets en circulation, et les coupures moyennes, pour un tiers; quant aux petites coupures, elles ont stagné. En octobre, les petites coupures (de dix à cinquante francs) étaient inférieures de 0,8% au niveau observé un an auparavant; en revanche, les coupures moyennes (de cent à cinq cents francs) ont progressé de 3%, et les grosses coupures (mille francs), de 4,3%.

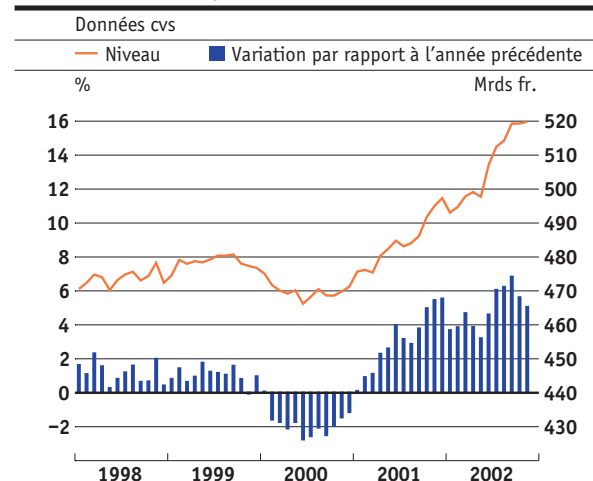
Forte expansion des dépôts à vue

Pendant les mois d'août à novembre, les agrégats monétaires au sens large ont poursuivi leur progression, laquelle avait débuté en 2001 (pour M_1 et M_2) et en 2000 (pour M_3). En novembre, la masse monétaire M_1 dépassait de 12,3% son niveau du mois correspondant de 2001. L'essor vigoureux des dépôts à vue (18,2%) explique en majeure partie sa forte expansion. Les autres composantes de M_1 , soit le numéraire en circulation et les comptes de transactions, ont augmenté de respectivement 0,6% et 9,1%. La tendance à la baisse des taux d'intérêt a réduit l'attrait des dépôts à terme et engendré de nouveaux transferts vers les dépôts d'épargne. En novembre, les dépôts d'épargne étaient supérieurs de 13,9% ou de 23,4 milliards de francs au niveau du même mois de l'année précédente. La masse monétaire M_2 a ainsi progressé de 13%. Entre novembre 2001 et novembre 2002, les dépôts à terme ont reculé de 22,1% ou de 24,9 milliards de francs. Par conséquent, la masse monétaire M_3 a augmenté de 5,1%, soit beaucoup moins que M_1 et que M_2 .

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

	2000	2001	2001		2002					
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	sept.	oct.	nov.
Billets en circulation ¹	31,6	33,0	32,7	34,6	35,9	34,9	34,4	34,2	34,5	34,5
Variation ²	2,4	4,7	5,5	8,7	10,8	7,3	5,2	4,4	3,5	2,3
Avoirs en comptes de virements ¹	3,2	3,3	3,4	3,3	3,1	3,3	3,3	3,6	3,6	3,4
Variation ²	-12,0	0,2	4,9	6,0	0,1	-0,3	-1,6	-6,0	30,9	1,1
MC ^{1,3}	34,8	36,3	36,1	37,8	39,0	38,1	37,8	37,8	38,0	38,0
MCD^{1,4}	34,8	36,3	36,7	37,5	38,7	38,2	38,3	38,6	38,7	38,5
Variation ²	1,1	4,1	5,4	8,4	10,3	6,5	4,6	3,5	5,8	2,4

Agrégats monétaires au sens large⁵

Tableau 3

	2000	2001	2001		2002					
			3e trim.	4e trim.	1er trim. ^p	2e trim. ^p	3e trim. ^p	sept. ^p	oct. ^p	nov. ^p
Numéraire en circulation	2,4	5,1	5,7	9,6	10,5	6,8	3,6	3,8	1,9	0,6
Dépôts à vue	-4,6	-0,7	0,2	2,8	4,7	6,5	17,5	18,6	17,8	18,2
Comptes de transactions	0,4	1,6	2,9	7,0	8,1	8,3	9,7	8,8	8,6	9,1
M₁	-1,9	1,0	2,0	5,3	6,8	7,2	12,5	12,8	12,1	12,3
Dépôts d'épargne	-9,0	-6,1	-5,8	-1,2	3,8	8,7	12,8	13,6	14,3	13,9
M₂	-5,3	-2,3	-1,7	2,3	5,4	7,9	12,7	13,2	13,1	13,0
Dépôts à terme	17,9	26,9	23,7	17,2	-0,6	-9,3	-14,3	-14,6	-19,1	-22,1
M₃	-1,8	3,1	3,3	5,3	4,1	3,9	6,4	6,8	5,6	5,1

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

2 En % par rapport à l'année précédente

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

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

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

p Chiffres provisoires

2.4 Crédits et marché des capitaux

Stagnation des crédits à la clientèle suisse

Les crédits à la clientèle suisse 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. Ces dernières en constituent la majeure partie, puisqu'elles représentent 77% du total des crédits à la clientèle suisse. Avec les créances gagées, elles forment les crédits gagés à la clientèle suisse.

A fin septembre, les crédits à la clientèle suisse étaient toujours inférieurs au niveau observé un an auparavant. A fin octobre cependant, ils marquaient une légère progression en un an (0,44%). Les créances hypothécaires se sont accrues de 4,2%, alors que les créances sur la clientèle ont reculé de 10,4%. Les créances gagées sur la clientèle ont même fléchi de 12,5%. Les créances en blanc, qui ont diminué de 9% en un an, s'établissaient à fin octobre à leur niveau le plus bas depuis août 1990.

Le repli des créances sur la clientèle est dû probablement davantage à l'évolution de la bourse qu'à un changement dans la politique de crédit des banques. Selon la statistique des crédits, il est imputable en majeure partie aux grandes banques (-19,5% entre le troisième trimestre de 2001 et la période correspondante de 2002). En outre, le recul a concerné avant tout des secteurs étroitement liés à la bourse: au cours de cette période, les crédits à des établissements financiers et à des assurances ont fléchi de 37,7%, et les crédits au secteur immobilier et à l'industrie informatique ont diminué de 21,4%. De surcroît, les crédits en monnaies étrangères ont reculé

davantage, en pourcentage, que les crédits en francs suisses. La décroissance que les créances sur la clientèle ont enregistrée à partir d'août 2000 a suivi une phase d'expansion, entre décembre 1998 et mars 2000, phase pendant laquelle ces créances avaient augmenté de 30 milliards de francs. La majeure partie de cette expansion (26,6 milliards de francs) avait découlé de crédits en monnaies étrangères et de prêts de titres.

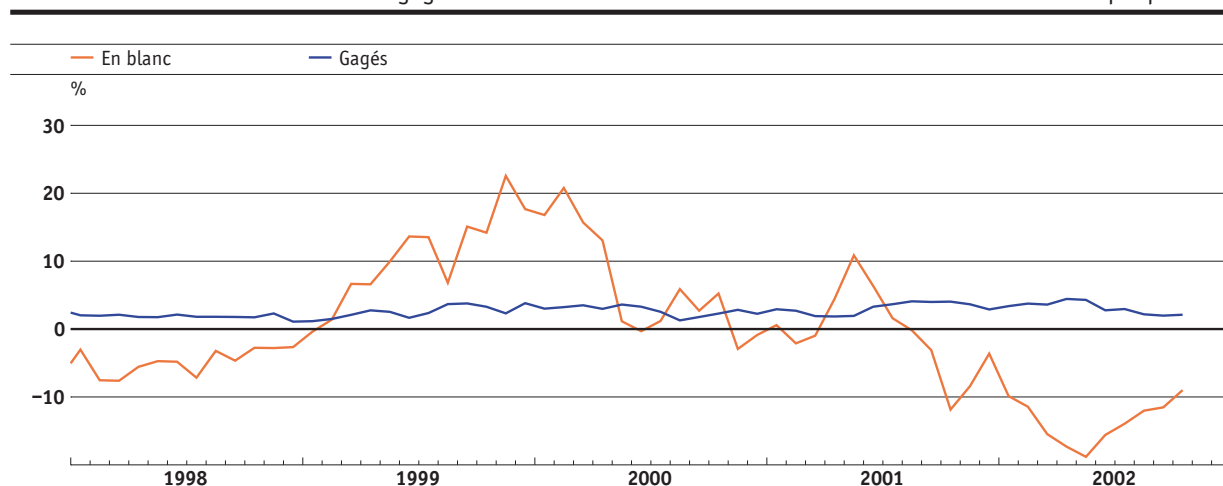
Niveau record des remboursements sur le marché des capitaux

Le marché suisse des capitaux a été marqué par d'importants remboursements de fonds au troisième trimestre de 2002. En effet, deux grandes banques suisses ont réduit leur capital-actions, et plusieurs emprunts de débiteurs étrangers sont arrivés à échéance. Du côté des emprunts de débiteurs suisses, les remboursements sont restés dans le cadre habituel. La Confédération a cependant opéré des remboursements pour 3,4 milliards de francs, soit pour un montant exceptionnellement élevé.

Les émissions d'emprunts n'ont plus atteint les chiffres relativement importants du premier semestre, dans les compartiments aussi bien suisse qu'étranger. Au cours de chacun des deux premiers trimestres de l'année, la Confédération avait prélevé près de 5 milliards de francs; au troisième trimestre, son recours au marché des capitaux n'a porté que sur 1,8 milliard de francs. Dans le compartiment des débiteurs étrangers, le recul ne peut être attribué à un événement particulier: une diminution a été observée dans tous les genres d'emprunts et pour tous les groupes de pays.

Taux annuels de variation des crédits gagés et en blanc

Graphique 2.10



	2000	2001	2001		2002		
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Emprunts et actions, total							
Valeur d'émission ¹	79,5	73,4	18,7	21,6	24,0	20,5	13,6
Conversions/remboursements	53,6	60,4	18,1	14,6	13,7	9,4	19,7
Recours net	25,8	13,0	0,6	7,0	10,3	11,1	-6,1
Emprunts obligataires suisses							
Valeur d'émission ¹	37,1	27,0	7,9	4,7	8,0	9,2	5,5
Conversions/remboursements	23,0	21,1	4,8	4,5	6,9	4,0	5,5
Recours net	14,1	5,9	3,1	0,2	1,1	5,3	0,0
Actions suisses							
Valeur d'émission ¹	8,9	12,3	0,6	9,4	1,5	0,2	0,7
Remboursements	5,7	7,3	5,4	0,4	0,8	0,9	6,6
Recours net	3,2	5,0	-4,8	8,9	0,7	-0,8	-5,9
Emprunts obligataires étrangers²							
Valeur d'émission ¹	33,5	34,0	10,2	7,5	14,4	11,1	7,4
Remboursements	25,0	32,0	7,9	9,6	5,9	4,4	7,6
Recours net ³	8,5	2,1	2,3	-2,1	8,5	6,7	-0,2

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

Le commerce extérieur soutient la conjoncture

En Suisse, la reprise de la conjoncture s'est poursuivie à un rythme lent. Selon l'estimation du Secrétariat d'Etat à l'économie (seco), le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,3%, en taux annualisé, entre le deuxième et le troisième trimestre; il dépassait ainsi de 0,6% la valeur observée un an auparavant. Les exportations et la consommation ont été les principaux moteurs de cette progression. La consommation privée a marqué une légère accélération par rapport au trimestre précédent; ce sont surtout les dépenses consacrées au logement et à la santé, deux secteurs peu sensibles aux fluctuations de la conjoncture, qui se sont accrues.

La propension à investir est restée par contre déprimée. Les investissements en biens d'équipement ont continué à fléchir, mais leur recul ne s'est plus accéléré. Du côté des investissements en constructions, le repli a été plus fort qu'au trimestre précédent. Les stocks, qui se sont étoffés, ont de nouveau apporté une petite contribution positive à la croissance.

Faible conjoncture dans l'industrie au troisième trimestre

Dans l'industrie suisse, la situation s'est détériorée au troisième trimestre. A la suite de l'évolution décevante de la demande, la production industrielle a diminué d'un trimestre à l'autre; elle avait sensiblement progressé au deuxième trimestre.

Produit intérieur brut

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

Tableau 5

	2000	2001	2001		2002		
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Consommation privée	1,1	1,1	0,9	1,0	0,9	0,4	0,5
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,2	0,4	0,3	0,4	0,1	0,7	0,7
Formation de capital fixe	1,5	-1,4	-2,0	-3,0	-1,8	-2,2	-2,2
Constructions	0,3	-0,6	-0,8	-0,7	0,0	0,2	-0,4
Biens d'équipement	1,2	-0,8	-1,1	-2,3	-1,7	-2,4	-1,8
Demande intérieure finale	2,9	0,1	-0,7	-1,6	-0,8	-1,1	-1,0
Stocks	-0,3	0,7	2,3	0,0	0,9	0,6	0,1
Exportations, total	4,3	0,0	-1,2	-1,6	-3,5	-0,4	0,8
Demande globale	6,9	0,7	0,4	-3,3	-3,5	-0,9	-0,1
Importations, total	-3,7	0,1	0,1	-3,3	-2,7	-0,5	-0,7
PIB	3,2	0,9	0,3	0,0	-0,7	-0,4	0,6

Sources: OFS et seco

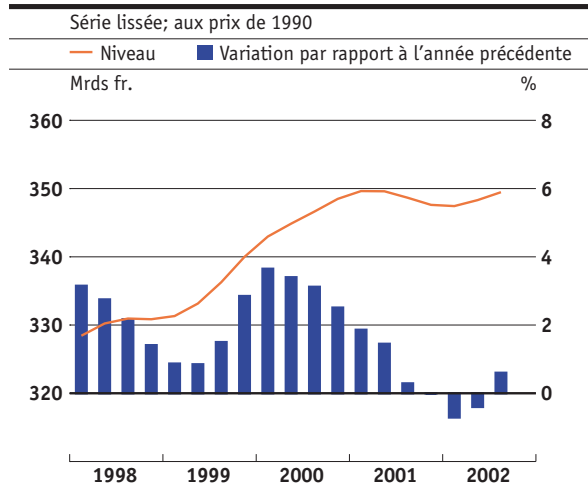
La faiblesse de la conjoncture industrielle transparaît également dans les résultats de l'enquête effectuée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ dans ce secteur. La marche des affaires est demeurée à un niveau insatisfaisant. Les entreprises, qu'elles soient exportatrices ou tournées avant tout vers le marché intérieur, ont annoncé une nette baisse des carnets de commandes par rapport à la période précédente. Pour alléger leurs coûts, elles ont réduit leurs stocks de produits intermédiaires et finis. Presque toutes les branches ont procédé à de nouvelles suppressions d'emplois.

Prévisions circonspectes

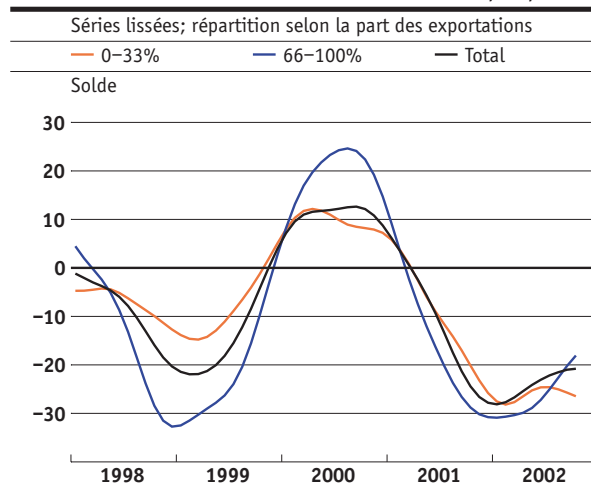
Les indicateurs disponibles pour le quatrième trimestre sont empreints d'un peu plus de confiance. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les commandes n'ont plus régressé, en octobre, dans les entreprises à vocation exportatrice comme dans celles qui produisent essentiellement pour le marché suisse. En outre, la vive hausse que le Purchasing Managers Index a enregistrée en novembre laisse également présager une stabilisation de la situation dans l'industrie.

Dans leurs prévisions pour les trois à six prochains mois, les entreprises étaient néanmoins toujours réservées. Elles n'escomptent qu'une légère croissance des entrées de commandes et ne projettent qu'une faible extension de la production.

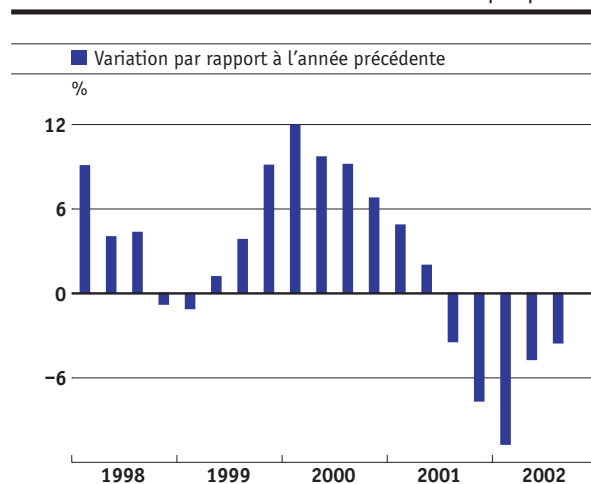
Produit intérieur brut Graphique 3.1



Marché des affaires dans l'industrie Graphique 3.2



Production industrielle Graphique 3.3



Graphique 3.1: Estimations trimestrielles, annualisées. Source: seco

Source pour graphique 3.3: OFS

Graphique 3.2: Il s'agit d'un indicateur composite qui tient compte des quatre éléments suivants: entrées de commandes et production, par rapport au mois correspondant de l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis. Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ

3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes

En volume, les exportations de biens et de services ont augmenté de 6,2% du deuxième au troisième trimestre; elles dépassaient ainsi de 1,8% le niveau observé un an auparavant, après avoir marqué des replis les quatre trimestres précédents. Tant les exportations de biens que celles de services ont contribué à cette évolution positive. Les importations de biens et de services ont par contre stagné en volume. En comparaison annuelle, elles ont diminué de 1,5%. Par conséquent, la contribution du commerce extérieur au produit intérieur brut a été nettement positive, pour la première fois depuis la fin de 2001.

Progression des exportations de biens

Selon des données de la Direction générale des douanes, les exportations de biens¹ étaient, au troisième trimestre, supérieures de 3,4% en volume à

leur niveau de la période correspondante de 2001. Leur progression d'un trimestre à l'autre a été vigoureuse. La ventilation selon l'utilisation des marchandises montre toutefois que les ventes à l'étranger ont évolué de manière inégale; il n'est donc pas encore possible de parler d'une croissance reposant sur une large assise. Les livraisons de biens de consommation à l'étranger (produits pharmaceutiques, vitamines, produits pour diagnostics) se sont très fortement accrues. Celles de biens d'équipement ont elles aussi augmenté par rapport à la période précédente, mais elles étaient encore inférieures de 2,8% au niveau enregistré un an auparavant. A l'intérieur de ce groupe, ce sont surtout les ventes d'instruments de précision qui se sont accélérées, alors que celles de l'industrie des machines et de l'électronique étaient toujours en repli. Les exportations de matières premières et demi-produits ont progressé plus lentement.

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

Tableau 6

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2000	2001	2001		2002		
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Total	7,1	2,1	-1,4	-1,6	-5,4	-0,4	3,4
Matières premières et produits semi-finis	9,6	-1,5	-4,6	-7,3	-6,9	1,4	-0,1
Biens d'équipement	9,9	0,2	-3,4	-7,8	-12,6	-5,2	-2,8
Biens de consommation	2,4	6,7	3,2	8,8	2,1	2,2	11,2
Valeurs moyennes à l'exportation	3,3	2,0	2,0	-0,8	-0,3	0,3	-2,2

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

Tableau 7

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2000	2001	2001		2002		
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Total	7,0	-0,4	-0,4	-8,4	-5,8	0,1	-1,0
Matières premières et produits semi-finis	8,1	-1,2	-4,0	-10,1	-8,8	-2,3	0,8
Energie	-0,8	9,3	1,4	10,4	12,6	-0,1	-0,3
Biens d'équipement	8,5	-5,8	-5,3	-16,2	-13,9	-8,0	-2,7
Biens de consommation	5,8	3,3	5,6	-3,1	0,5	7,8	-1,2
Valeurs moyennes à l'importation	6,0	1,6	-0,2	-1,2	-3,4	-3,7	-3,9

1 Les données de la Direction générale des douanes sur les exportations en volume (total 1) correspondent à celles du seco, abstraction faite 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

Demande soutenue en provenance des Etats-Unis et de Chine

En valeur, les exportations vers les Etats-Unis dépassaient de 4,1%, au troisième trimestre, leur niveau de la période correspondante de 2001. La demande provenant de Chine s'est elle aussi renforcée, mais moins fortement qu'au cours des trimestres précédents. Les ventes aux pays de l'UE ont augmenté de 1,3% entre le troisième trimestre de 2001 et la même période de 2002. Ce sont surtout les livraisons à la France et à l'Italie qui se sont accrues; les ventes à l'Allemagne ont de nouveau fléchi en comparaison annuelle (-3,3%). Les exportations vers le Japon, les pays asiatiques nouvellement industrialisés et les pays européens en transition sont restées inférieures au niveau observé un an auparavant.

Perspectives

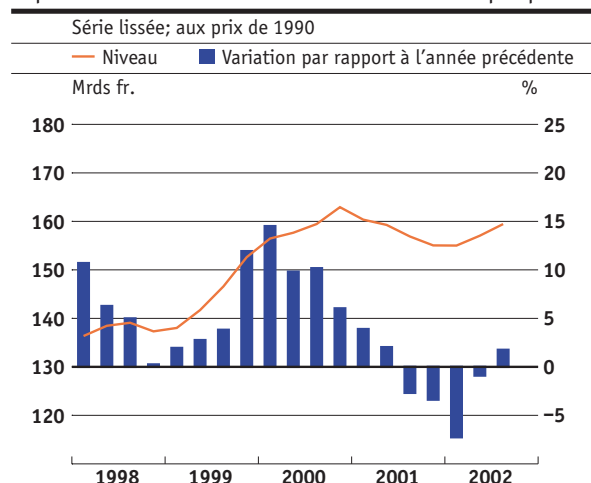
En octobre, les exportations de biens ont continué à croître d'un mois à l'autre. Les commandes ont elles aussi légèrement augmenté. Pour autant que la conjoncture internationale reprenne pied l'année prochaine, les instituts de recherches conjoncturelles prévoient, pour 2003, une croissance des exportations de l'ordre de 3 à 5% en volume, après une stagnation en 2002.

Diminution des importations de biens

Au troisième trimestre, les importations de biens en volume¹ se sont maintenues à leur niveau du trimestre précédent et ont diminué de 1% en comparaison annuelle. Il ressort de la répartition des importations selon l'utilisation des marchandises que les trois groupes ont enregistré des évolutions diver-

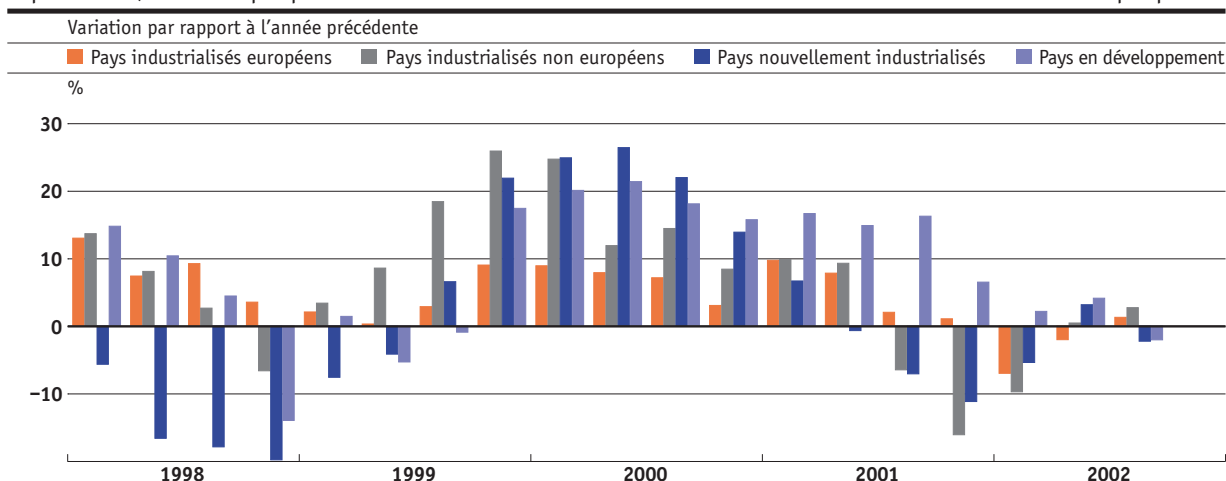
gentes. Les importations de produits semi-finis et finis ainsi que de biens de consommation ont progressé plus lentement qu'au deuxième trimestre. Dans les biens de consommation, le ralentissement est dû pour une large part au recul des achats de médicaments à l'étranger, achats qui représentent le quart des importations de ce groupe. En revanche, les importations de biens d'équipement se sont accrues d'un trimestre à l'autre, ce qui laisse présager une reprise progressive de la propension à investir en Suisse. Les importations d'agents énergétiques ont une nouvelle fois fortement régressé.

Exportations Graphique 3.4



Exportations, ventilées par partenaires commerciaux

Graphique 3.5



1 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».

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

Valeurs moyennes plus basses à l'exportation et à l'importation

Mesurés aux valeurs moyennes, les prix à l'exportation ont fléchi de 2,2% entre le troisième trimestre de 2001 et la période correspondante de 2002. Le trimestre précédent, ils avaient encore augmenté quelque peu. L'indice des prix à la production des biens destinés à l'exportation a lui aussi diminué au troisième trimestre. Cela signifie que la croissance des exportations en volume a été obtenue en partie grâce à une réduction des marges. Mesurés aux valeurs moyennes, les prix à l'importation ont reculé de 3,9%. Globalement, les termes de l'échange (rapport entre les valeurs moyennes à l'exportation et à l'importation) se sont améliorés par rapport à l'année précédente.

Excédent accru de la balance des transactions courantes

Au troisième trimestre, les importations (commerce spécial; en données non corrigées du nombre de jours ouvrables) étaient inférieures, en valeur, de 4,9% à leur niveau de la même période de 2001. Les exportations ont quant à elles progressé de 1,1%. Par conséquent, la balance commerciale a dégagé un excédent de 2 milliards de francs. Un an auparavant, elle était approximativement équilibrée. Les échanges de marchandises (y compris l'énergie électrique ainsi que les métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités, etc.) se sont soldés également par un excédent (1,9 milliard de francs), alors qu'un déficit de 0,7 milliard avait été enregistré au troisième trimestre de 2001.

Le solde actif de la balance des services s'est établi à 6,2 milliards de francs, soit à un montant dépassant de 0,5 milliard celui du troisième trimestre de l'année précédente. Les recettes tirées du tourisme et les commissions encaissées par les banques ont diminué, mais les rentrées au titre des services d'assurance ont augmenté. L'excédent des revenus de facteurs – travail et capital – a atteint 7,6 milliards de francs, contre 4,1 milliards un an auparavant. Cette progression s'explique avant tout par des revenus nets plus élevés dans les investissements directs.

L'excédent de la balance des transactions courantes s'est ainsi accru, passant de 6,9 milliards au troisième trimestre de 2001 à 14,3 milliards de francs au troisième trimestre de 2002. Il représentait 13,3% du produit intérieur brut nominal.

Balance des transactions courantes soldes en milliards de francs

Tableau 8

	2000 ¹	2001 ²	2001 ²		2002 ³		
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Biens	-4,2	-4,6	-0,7	0,9	0,0	0,6	1,9
Commerce spécial	-2,1	1,7	0,1	1,6	0,9	1,4	2,0
Services	25,6	24,2	5,7	5,3	7,7	5,1	6,2
Tourisme	2,4	2,0	0,4	0,0	1,3	-0,3	0,1
Revenus du travail et de capitaux	37,0	25,2	4,1	7,9	5,8	6,6	7,6
Revenus de capitaux	44,8	33,8	6,3	10,1	8,1	8,9	9,9
Transferts courants	-4,9	-6,9	-2,2	-2,2	-2,2	-1,5	-1,5
Total de la balance	53,5	37,9	6,9	11,9	11,4	10,8	14,3

1 Chiffres révisés

2 Chiffres provisoires

3 Estimations

3.3 Investissements

La faiblesse qui caractérise les investissements depuis le début de 2001 a persisté au troisième trimestre. En termes réels, les investissements ont fléchi d'un trimestre à l'autre, mais aussi en comparaison annuelle (-8,4%; deuxième trimestre: -8,7%).

Activité plus faible dans la construction

Les investissements en constructions se sont tassés du deuxième au troisième trimestre. Ils étaient inférieurs de 3,2% à leur niveau de la période correspondante de 2001. L'activité dans le secteur du logement – elle est mesurée au nombre de logements en construction – a diminué de 1,5%. L'enquête réalisée dans la construction par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ signale une baisse d'activité dans le génie civil au troisième trimestre.

Reprise de la construction de logements?

Le nombre des logements dont la construction est autorisée n'a cessé de croître depuis l'été 2001; au troisième trimestre, il dépassait de 7,6% le chiffre observé un an auparavant. Ainsi, la propension à investir semble de nouveau plus forte dans le secteur du logement. Depuis un certain temps déjà, l'offre de surfaces habitables n'évolue plus au même rythme que la demande, et les prix ont été sensiblement relevés dans plusieurs segments de la demande. Du fait de l'incertitude qui pèse toujours sur la conjoncture, le laps de temps entre l'octroi du permis de construire et la mise en chantier a dû probablement s'allonger. Par contre, il ne faut pas encore escompter d'impul-

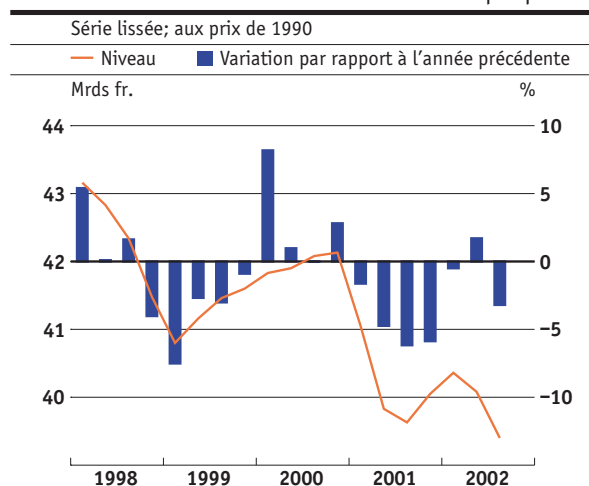
sions provenant de la construction de locaux commerciaux. L'offre de surfaces destinées à des bureaux et à l'artisanat est en forte progression depuis le début de l'année, et les prix dans ce domaine ont légèrement baissé au troisième trimestre. L'évolution du génie civil devrait être elle aussi négative au cours des prochains trimestres.

Nouveau repli des investissements en biens d'équipement

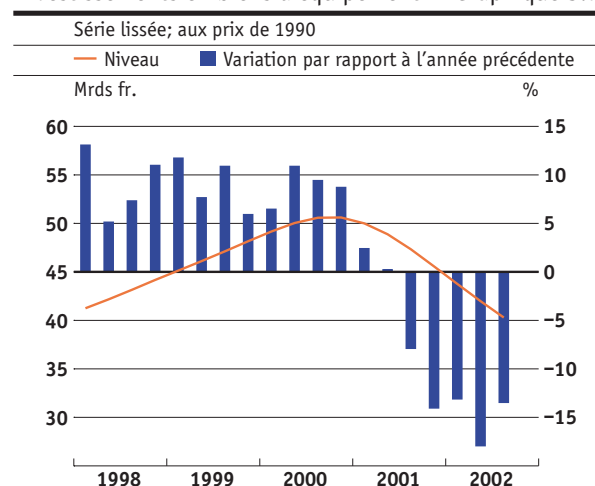
Les investissements en biens d'équipement ont poursuivi leur contraction au troisième trimestre, mais sans que leur tendance baissière s'amplifie. Selon l'enquête trimestrielle réalisée dans l'industrie des biens d'équipement par Swissmem, le recul de la demande de biens suisses a marqué un nouveau ralentissement au troisième trimestre. En outre, les importations de biens d'équipement ont augmenté du deuxième au troisième trimestre.

En termes réels, les investissements en biens d'équipement ont chuté d'environ 20% depuis le début de 2001. Au troisième trimestre de 2002, ces investissements n'ont porté pour l'essentiel que sur des remplacements. Le stock de capital n'a ainsi pas varié. La faiblesse dont souffrent les investissements en biens d'équipement ne sera surmontée qu'après une amélioration des perspectives bénéficiaires dans une large majorité des entreprises. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les perspectives bénéficiaires étaient toujours, au troisième trimestre, peu réjouissantes dans l'industrie.

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

3.5 Utilisation des capacités de production

Le taux d'utilisation des capacités de production d'une économie nationale fournit de précieuses informations lorsqu'il s'agit de porter une appréciation sur l'évolution future des prix. Etant donné que ce taux n'est pas une donnée observable, la Banque nationale se fonde sur deux indicateurs: l'écart de production pour l'ensemble de l'économie et le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie (graphique 3.9).

Accroissement de l'écart de production

L'écart de production représente la différence, en pour-cent, entre le produit intérieur brut réel, tel qu'il est observé, et le potentiel estimé de production. Le produit intérieur brut réel ayant progressé moins fortement, au troisième trimestre, que le potentiel de production, l'écart de production s'est creusé, passant de -2% au deuxième trimestre à -2,1% au trimestre suivant.

Capacités techniques non entièrement utilisées dans l'industrie

Le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie est établi trimestriellement dans le cadre d'une enquête menée auprès d'environ 1600 entreprises. Au troisième trimestre, il s'établissait à 80,5%, soit approximativement à son niveau du trimestre précédent. Il était ainsi toujours inférieur à la moyenne à long terme de 84%. Pour plus de la moitié des entreprises, la demande insuffisante constituait le principal frein à la production. Etant donné la demande pas assez soutenue, le taux d'utilisation des capacités techniques toujours inférieur à la moyenne et le programme de production qui reste peu étoffé, aucun investissement visant à étendre les capacités n'a été opéré au troisième trimestre.

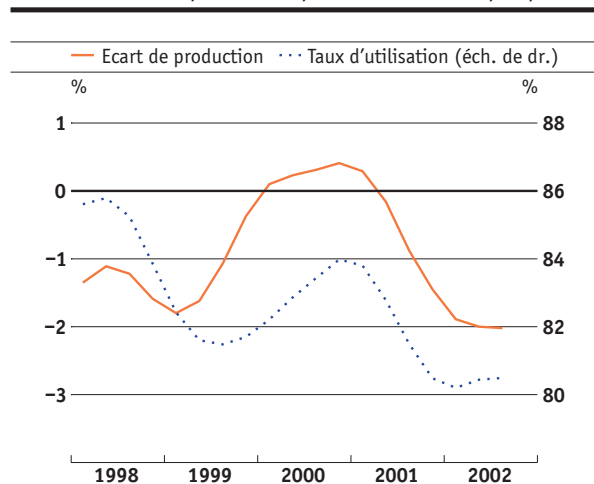
3.6 Perspectives conjoncturelles

Prévisions de croissance du PIB pour 2002 et 2003

La Banque nationale prévoit une stagnation du produit intérieur brut réel en moyenne de 2002. En automne, plusieurs instituts et banques ont révisé à la baisse leurs prévisions de croissance pour 2002. Selon les prévisions disponibles à fin novembre, le produit intérieur brut réel devrait diminuer de 0,1%.

De nombreux instituts conjoncturels ont adapté leurs prévisions de croissance pour 2003 également. Ils s'attendent à une progression de 1,3%, soit un taux inférieur de 0,5 point à ce qui était encore prévu en septembre. Pour 2003, la Banque nationale table sur une croissance d'un peu plus de 1% en termes réels. Toutes les prévisions pour 2003 partent de l'hypothèse que la conjoncture redémarrera nettement, sur le plan mondial, au cours du second semestre, ce qui amènera les entreprises exportatrices suisses, puis les entreprises axées sur le marché intérieur, sur la voie d'une croissance durable.

Utilisation des capacités de production Graphique 3.9



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ

4 Marché du travail

4.1 Emploi

Augmentation inattendue de l'emploi

Du deuxième au troisième trimestre, l'emploi a progressé de 0,6% en données corrigées des variations saisonnières. Il était ainsi inférieur de 0,2% à son niveau de la période correspondante de 2001. Cette progression inattendue a découlé exclusivement du secteur des services; dans l'industrie, l'emploi a en effet continué à diminuer. Le nombre des emplois à plein temps a reculé légèrement (-0,1%) d'un trimestre à l'autre et fléchi de 1,3% en comparaison annuelle, tandis que le nombre des emplois à temps partiel s'est accru.

Dans l'industrie manufacturière, l'emploi a fléchi de 0,9% d'un trimestre à l'autre et de 3% en comparaison annuelle. Une fois encore, les suppressions d'emplois ont touché presque toutes les branches de l'industrie. La chimie et les produits alimentaires figurent au nombre des branches dans lesquelles l'effectif du personnel a augmenté. Dans la construction, l'emploi a stagné d'un trimestre à l'autre, après avoir marqué sans cesse des replis depuis le début de 2001; il a cependant reculé de 1,9% en comparaison annuelle. En revanche, une progression de 0,9% d'un trimestre à l'autre a été observée dans le secteur des services.

Nouvel affaiblissement de la demande de main-d'œuvre

Selon plusieurs indicateurs, la demande de main-d'œuvre a sans doute encore faibli ces derniers mois. L'emploi devrait ainsi marquer un nouveau recul au quatrième trimestre. Selon l'enquête que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a effectuée dans l'industrie au troisième trimestre, les entreprises considéraient toujours leurs effectifs comme trop importants. En outre, l'indice des perspectives en matière d'emploi a continué à se détériorer.

La situation n'est pas différente dans d'autres secteurs de l'économie. La construction, la restauration et l'hébergement, mais aussi le commerce de détail ont annoncé, dans l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, qu'ils disposaient d'effectifs trop importants. Du côté du secteur financier, de nombreuses banques ont réduit des capacités excédentaires dans le domaine de la gestion de fortune. Les assurances ont de nouveau tendance à se replier davantage sur leurs métiers de base. Ces évolutions entraînent des suppressions de places de travail.

La faiblesse persistante de la demande de main-d'œuvre influe également sur l'évolution du nombre de places vacantes. L'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux, a marqué un net fléchissement jusqu'en octobre. L'indice des places vacantes publié par l'OFS a lui aussi reculé au troisième trimestre.

Marché du travail données brutes

Tableau 9

	2000	2001	2001	2002					
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	oct.	nov.
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	2,2	1,1	1,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-	-
Personnes occupées à plein temps ¹	1,0	0,7	0,5	0,0	-1,0	-1,3	-1,3	-	-
Taux de chômage ²	2,0	1,9	1,7	2,1	2,6	2,5	2,7	3,0	3,3
Chômeurs ³	72,0	67,2	61,1	77,3	93,5	91,2	97,1	110,1	120,6
Demandeurs d'emploi ³	124,6	109,4	100,8	119,9	139,8	139,7	146,3	161,1	173,5
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	0,7	2,4	1,5	6,6	9,8	11,6	4,4	6,4	-
Places vacantes annoncées ¹	41,7	-18,3	-23,7	-39,2	-38,0	-46,3	-39,5	-	-

1 Variation en % par rapport à l'année précédente
2 Chômeurs enregistrés, en % de la population active selon le recensement de 1990 (3 621 716 personnes actives)

3 En milliers; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles.
Sources: seco et OFS

4.2 Chômage

Nette recrudescence du chômage

L'augmentation du chômage s'est accélérée en septembre et en octobre. Après correction des variations saisonnières, on comptait 116 000 chômeurs à fin octobre. Le taux de chômage atteignait ainsi 3,2%. La barre des 3% n'avait plus été franchie depuis février 1999. Le nombre des demandeurs d'emploi s'est lui aussi accru, passant à 167 400, soit à 4,6% de la population active.

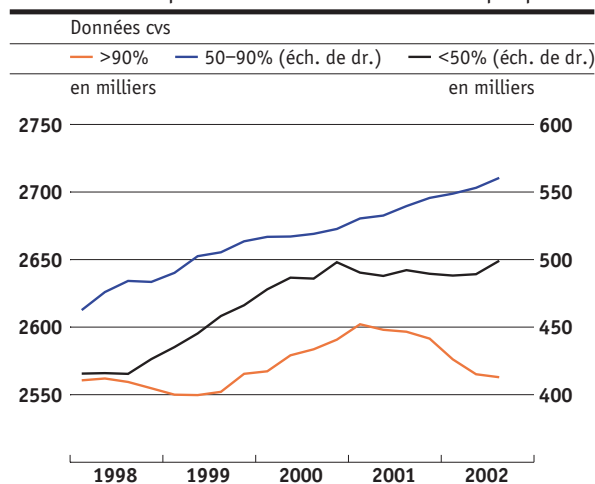
Le nombre des chômeurs sans emploi depuis moins de six mois a augmenté. L'accroissement a été encore plus fort du côté des chômeurs sans emploi depuis plus de six mois, de sorte que la durée moyenne du chômage s'est allongée.

La répartition géographique montre que le Tessin enregistrait un taux de chômage de 4,1% en octobre, contre 4% en août. En Suisse romande, l'accélération a été un peu plus forte, puisque le taux de chômage y a passé de 3,8% à 4,1%. En Suisse alémanique, le taux a augmenté de 0,2 point pour s'établir à 2,8%.

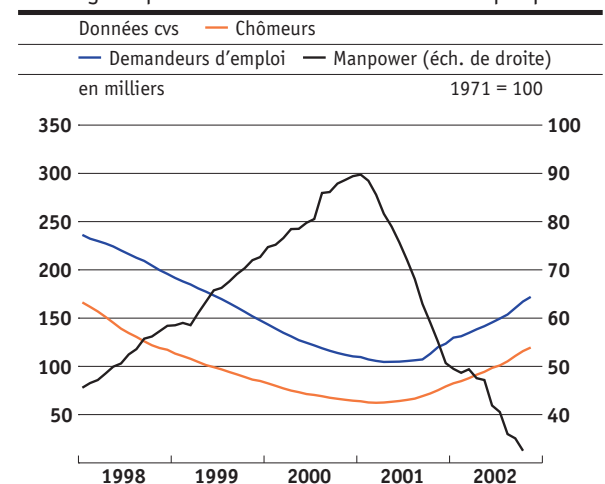
Au troisième trimestre, les chiffres afférents au chômage partiel sont restés à peu près inchangés, après avoir marqué une forte hausse au cours des douze mois précédents. En principe, le recours au chômage partiel doit permettre de surmonter une faiblesse passagère de la demande. La stabilisation du chômage partiel et l'accroissement du nombre des chômeurs complets laissent supposer que plusieurs entreprises – en particulier dans l'industrie – ne tablent pas sur une reprise rapide de la conjoncture.

Les perspectives en matière d'emploi restent sombres, il faut s'attendre à une recrudescence du chômage au cours du semestre d'hiver 2002/2003. Le taux de chômage officiel, non corrigé des variations saisonnières, que publie le seco pourrait par conséquent se rapprocher de la barre de 4% au cours du premier trimestre de 2003, alors qu'il était de 3% à fin octobre. Sur le marché du travail, la situation devrait cependant s'améliorer peu à peu l'année prochaine, dans le sillage de la reprise de la conjoncture. Une diminution du chômage n'interviendra probablement pas avant le deuxième semestre de 2003.

Personnes occupées Graphique 4.1



Chômage et places vacantes Graphique 4.2

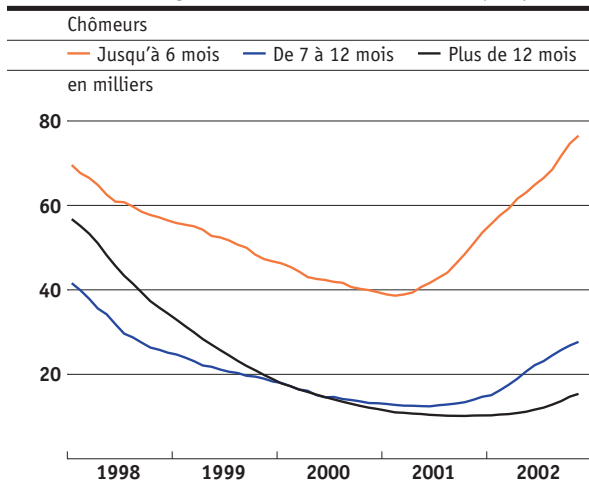


Source pour graphiques 4.1 et 4.2: OFS

4.3 Salaires en 2003

Selon l'enquête que l'UBS a menée en octobre sur les traitements, les salaires nominaux devraient progresser en moyenne de 1,3% en 2003, après une hausse de 2,1% en 2002. La part des augmentations individuelles de salaire est plus élevée en 2003 qu'en 2002. L'évolution modérée des salaires est due à la situation actuelle difficile sur le marché du travail et aux perspectives toujours incertaines en ce qui concerne la marche des affaires des entreprises. Selon les branches, les augmentations de salaire vont de 0,3% dans la construction à 2,4% dans le secteur des télécommunications et technologies de l'information. Le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ s'attend à une hausse des salaires nominaux de 1,8%; dans son analyse de l'évolution des salaires, il tient compte des changements qui interviennent dans la structure de l'emploi, mais aussi des bonus.

Durée du chômage Graphique 4.3



Source: OFS

5 Prix

5.1 Prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement annuel s'est accéléré, passant de 0,5% en septembre à 0,9% en novembre. La tendance à un léger renforcement de la hausse des prix est due principalement au fait que les effets modérateurs découlant des biens de consommation importés ont continué à diminuer. Du côté des marchandises et services d'origine suisse, la hausse des prix s'est ralentie quelque peu. En octobre, le taux annuel de renchérissement s'est accru temporairement pour atteindre 1,2%. Cette augmentation s'explique avant tout par une modification d'ordre technique; depuis 2002, dans le groupe principal «Habillage et chaussures», les prix de l'assortiment normal sont pris en considération, à la place de ceux des soldes d'été, en octobre déjà, et non plus en novembre.

Léger repli du renchérissement intérieur

Après s'être maintenu à 1,3% de juin à octobre, le renchérissement annuel des marchandises et services d'origine suisse a diminué de 0,1 point en novembre. Les pressions à la hausse sur les prix ont faibli tant du côté des marchandises que de celui des services. Le renchérissement s'établissait à 0,7% dans le domaine des marchandises et à 1,3% dans celui des services, lesquels constituent environ les trois quarts du panier des biens suisses. Contrairement à ce que

nous attendions, l'indice des loyers du logement, qui est calculé chaque trimestre, est resté inchangé en novembre. Par conséquent, la hausse en un an des loyers a diminué, passant de 0,8% à 0,5%; un taux aussi bas n'avait plus été observé depuis avril 1999. Dans les autres services privés, le renchérissement annuel était de 1,9%, tant en octobre qu'en novembre, après 1,8% en septembre. Du côté des services publics en revanche, la hausse annuelle des prix a fléchi de 0,3 point pour s'inscrire à 1,3%. Ce repli s'explique avant tout par une augmentation plus faible des prix des prestations hospitalières.

Fin de la baisse des prix des biens importés

Les effets modérateurs découlant des prix des biens importés ont diminué entre septembre et novembre. En novembre, ces prix dépassaient de 0,2% leur niveau du mois correspondant de 2001; ils marquaient encore un repli de 1,9% en septembre. Les prix des produits pétroliers ont continué à baisser en un an, mais à un rythme faiblissant. En effet, la baisse des prix des produits pétroliers était de 0,2% en novembre, alors qu'elle atteignait 10% en moyenne au deuxième trimestre de 2002.

Indice suisse des prix à la consommation

Variation en %

Tableau 10

	2001	2002						
		1er trim.	2e trim.	3e trim.	août	septembre	octobre	novembre
IPC, indice général	1,0	0,6	0,7	0,3	0,5	0,5	1,2	0,9
Marchandises et services du pays	1,7	1,8	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2
Marchandises	1,5	1,8	1,2	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7
Services	1,8	1,7	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Services privés, sans loyers	1,5	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9
Loyers	2,8	1,6	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8	0,5
Services publics	0,5	1,3	1,6	1,6	1,6	1,6	1,3	1,3
Marchandises et services de l'étranger	-1,2	-3,0	-1,8	-2,6	-2,0	-1,9	1,1	0,2
Sans produits pétroliers	-0,4	-1,8	-0,1	-1,7	-0,9	-1,1	1,7	0,1
Produits pétroliers	-4,7	-9,7	-10,2	-7,6	-7,8	-6,3	-2,1	-0,2

Sources: OFS et BNS

5.2 Inflation sous-jacente

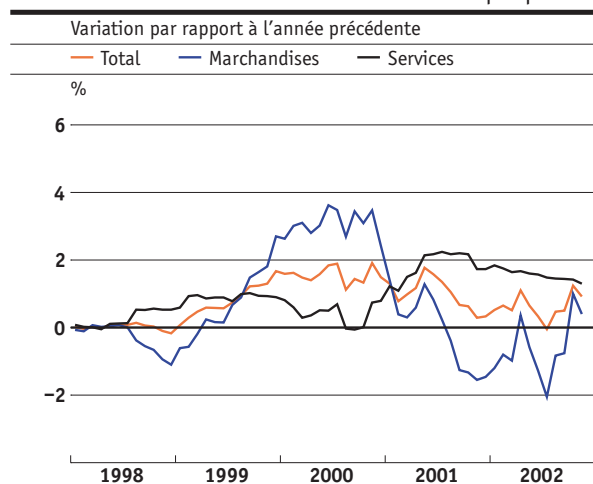
Stabilité de l'inflation sous-jacente calculée par la BNS

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. L'inflation sous-jacente ainsi calculée s'inscrivait à 0,9% en novembre. Le même taux avait été observé en septembre. En outre, ce taux est identique au renchérissement qui, pour novembre, ressort de l'indice suisse des prix à la consommation.

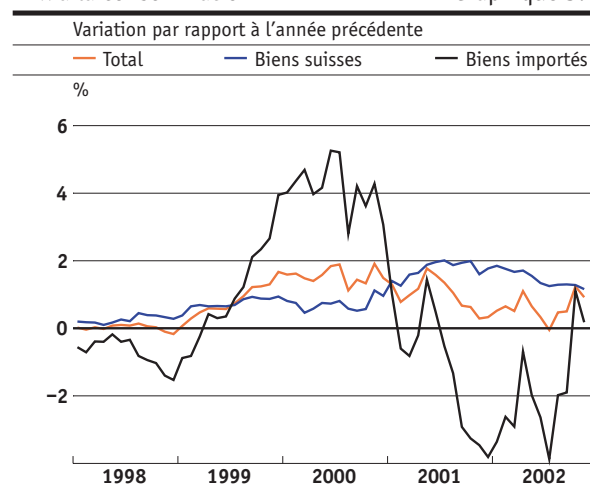
Légère accélération des inflations sous-jacentes calculées par l'OFS

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. Les deux taux d'inflation sous-jacente s'établissaient à respectivement 0,9% et 0,8% en novembre; par rapport à leur niveau de septembre, ils ont tous deux marqué une légère hausse.

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 stable des prix de l'offre totale

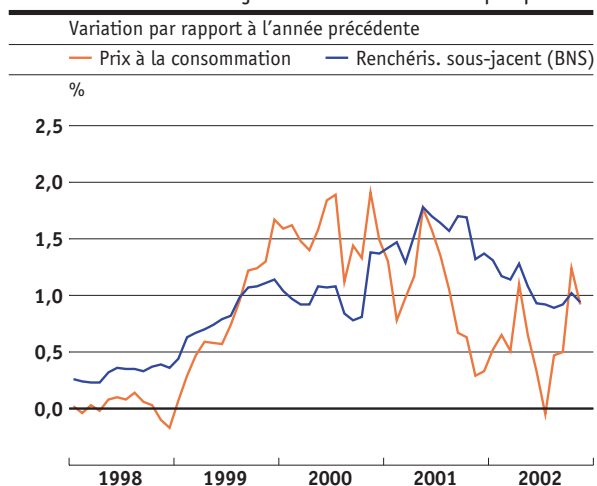
Le niveau des prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) n'a guère varié depuis le milieu de 2002. Entre septembre et novembre, les prix des marchandises d'origine suisse ont diminué quelque peu, tandis que ceux des biens importés sont restés inchangés. Ainsi, les prix à la production et à l'importation n'ont pas engendré d'impulsions sur le renchérissement en aval, soit au niveau de la consommation.

En comparaison annuelle, les prix à la production ont continué à fléchir, mais à un rythme un peu moins vigoureux qu'au milieu de l'année. En novembre, du fait de baisses de prix dans les produits semi-finis, ils étaient inférieurs de 0,3% au niveau observé un an auparavant. Par contre, les prix des biens de

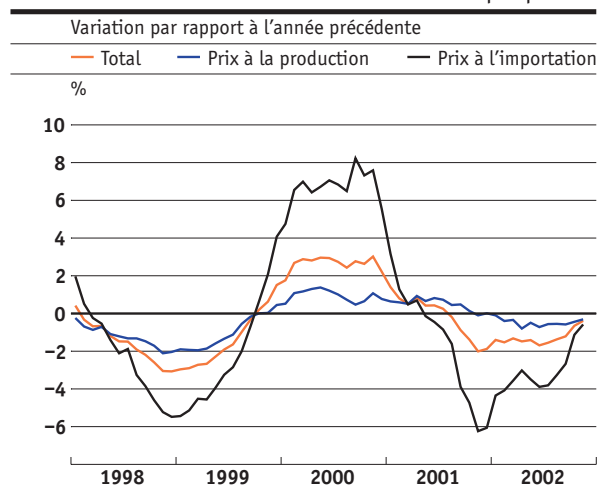
consommation et ceux des biens d'équipement se sont accrus de respectivement 1% et 0,3% en l'espace d'un an. En août, les prix des matières premières dépassaient, pour la première fois depuis deux ans, leur niveau du mois correspondant de l'année précédente; en novembre, leur hausse annuelle s'inscrivait à 1,7%.

Entre novembre 2001 et le même mois de 2002, l'indice des prix des biens importés a diminué de 0,6%. La tendance à la baisse des prix s'est maintenue dans les produits semi-finis (-0,7%), les biens de consommation (-0,5%) et les biens d'équipement (-2%). Pour la première fois depuis janvier 2001, les prix des matières premières étaient, à partir d'octobre, supérieurs au niveau observé un an auparavant; en novembre, le renchérissement s'inscrivait à 4,6%.

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

Faibles impulsions venant de l'étranger

Dans la seconde moitié de septembre, le prix du baril de pétrole de qualité Brent a passé temporairement au-dessus de 29 dollars du fait des craintes liées à une intervention des Etats-Unis en Irak et à un resserrement possible de l'offre de pétrole. Le prix a ensuite fléchi et, à fin novembre, il s'établissait de nouveau à environ 25 dollars. Exprimé en francs, il était toutefois, depuis la mi-septembre, nettement supérieur au niveau observé un an auparavant (novembre: +14%). Bien que l'Irak ait accepté les inspections de son armement par l'ONU, les incertitudes politiques persistent au Proche-Orient, de sorte qu'il ne faut guère s'attendre ces prochains mois à une détente durable de la situation sur le marché du pétrole brut. Du côté des autres biens importés, les pressions à la hausse sur les prix devraient rester faibles compte tenu de la croissance hésitante de l'économie mondiale. La légère augmentation de la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, a elle aussi des effets modérateurs.

Aucun risque d'inflation

Du fait de l'environnement conjoncturel morose, le renchérissement des marchandises et services d'origine suisse a marqué un net repli au cours du premier semestre de 2002, puis est resté stable à partir du mois de juin. Nous ne nous attendons pas à une augmentation, dans le proche avenir, des risques d'inflation. L'utilisation des capacités de production est toujours inférieure à la moyenne, et la situation sur le marché du travail ne s'améliorera pas avant le second semestre de 2003, de sorte qu'aucune pression sur les coûts ne devrait venir des salaires. Selon l'enquête que l'UBS a menée au début de novembre sur les salaires, ceux-ci devraient progresser en termes nominaux de 1,3% en 2003. Compte tenu du renchérissement attendu de 0,7% et de l'augmentation de la productivité du travail (entre 1,5% et 2%), les coûts unitaires du travail en termes réels auront tendance à diminuer l'année prochaine. De plus, la troisième révision de l'assurance-chômage entrera en vigueur en 2003. Les cotisations des employeurs et des employés diminueront, passant de 3% à 2% du salaire, ce qui réduira encore les pressions sur les coûts exercées par les salaires.

Hausse toujours modérée 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. Contrairement à nos prévisions, la hausse des loyers a faibli. Elle était de 0,5% en novembre, contre 0,8% lors du précédent relevé, soit en août. Un taux aussi bas n'avait plus été observé depuis avril 1999. Les baisses des taux hypothécaires d'août et de novembre seront probablement répercutées sur les loyers au printemps prochain; cela contribuera à tempérer les pressions à la hausse sur les loyers. L'enquête publiée à fin septembre par l'OFS sur le nombre de logements vacants montre cependant que l'offre de logements à louer a continué à se replier cette année. Les centres économiques que sont les agglomérations de Zurich et de Genève comptent parmi les plus touchés par cette tendance. La raréfaction des logements à louer permet aux propriétaires de majorer les loyers des appartements neufs et de ceux dont les locataires changent.

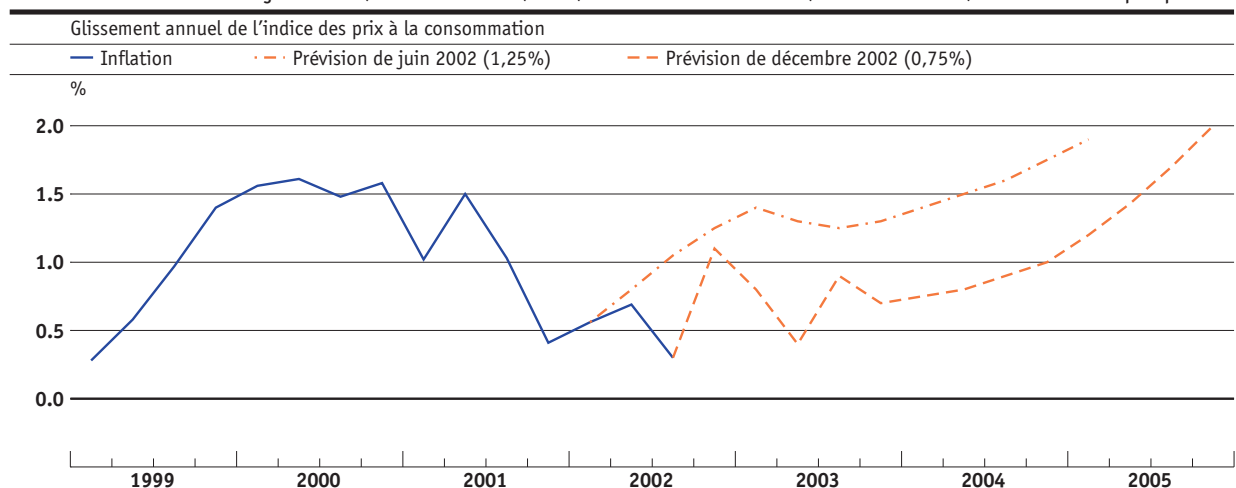
6.3 Prédiction d'inflation pour les années 2003 à 2005

Lors de son appréciation de la situation en fin d'année, la Banque nationale a estimé que les risques inflationnistes à moyen terme sont inférieurs à ce qu'ils étaient six mois auparavant. Cela reflète le retard avec lequel la reprise de la conjoncture interviendra. Par rapport à la prédiction de juin, on constate que l'inflation s'accélère plus fortement en fin de période, ce qui est dû à la politique monétaire plus expansionniste depuis juin 2002.

Le graphique 6.1 précise la prédiction d'inflation de la Banque nationale pour les années 2003 à 2005. Elle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,75% jusqu'à fin 2005. La Banque nationale table sur un taux moyen de renchérissement de 0,7% en 2003 et de 0,9% en 2004. Le renchérissement devrait s'accélérer sensiblement en 2005 pour atteindre 2% au quatrième trimestre.

La prédiction d'inflation de la Banque nationale repose sur les résultats de plusieurs modèles macroéconomiques de l'économie suisse et sur une analyse de l'évolution des agrégats monétaires, notamment de M_3 . Dans sa dernière prédiction d'inflation, la Banque nationale part de l'hypothèse que la croissance s'accroîtra de nouveau aux Etats-Unis à partir du deuxième trimestre de 2003 et que l'économie américaine retrouvera un rythme conforme à son potentiel de croissance au début de 2004. Dans l'UE, la reprise sera vraisemblablement plus lente à venir. Une nette accélération de la croissance économique ne devrait intervenir que vers la fin de 2003. La Banque nationale part en outre d'une relation de change entre le dollar et l'euro qui restera approximativement à son niveau de début décembre 2002 et d'un baril de pétrole autour de 25 dollars. Dans ce contexte d'évolution modérée de l'économie mondiale, la conjoncture en Suisse sera lente à retrouver de la vigueur. Pour 2003, la Banque nationale table sur une croissance moyenne d'un peu plus de 1% du produit intérieur brut réel.

Prévisions d'inflation de juin 2002, avec Libor à 1,25%, et de décembre 2002, avec Libor à 0,75% Graphique 6.1



7 Appréciation portée par les comptoirs de la BNS sur la situation conjoncturelle

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 résultats tirés des entretiens sur la situation actuelle et future de l'économie, entretiens qui ont été menés durant les mois de septembre à novembre, sont résumés ci-après.

7.1 Production

Pour la majorité des entreprises interrogées, la marche des affaires s'est détériorée légèrement entre septembre et novembre. Elle a été généralement jugée comme étant difficile et insatisfaisante. Cela vaut également pour les fabricants de produits de niche et de biens de consommation, qui n'avaient guère ressenti jusque-là les effets du recul de la conjoncture. Dans de nombreuses branches, la concurrence s'est renforcée, et les marges se sont réduites fortement. Les entrepreneurs se sont montrés plus réservés en ce qui concerne l'évolution attendue. Des signes indiquent cependant que la conjoncture a entre-temps atteint le creux de la vague. De nombreux exportateurs ont enregistré une hausse des commandes venant de l'étranger. Les stocks se sont en outre stabilisés à un niveau très bas. Une reprise de la demande devrait ainsi amener à un tournant dans le cycle des stocks.

Industrie

Les entreprises interrogées ont en majorité pâti, comme précédemment, de la morosité de l'économie mondiale. Cela vaut notamment pour les entreprises exportatrices axées sur l'Allemagne. Les chiffres d'affaires ont cessé de croître également dans des branches produisant des biens de consommation (horlogerie, textiles et alimentation). Seule l'industrie chimique et pharmaceutique a été satisfaite de la marche des affaires et s'est montrée optimiste en ce qui concerne l'évolution future des ventes.

Dans quelques segments de l'industrie des biens d'équipement, les chiffres d'affaires se sont stabilisés à un bas niveau. Le besoin en investissements de remplacement a augmenté, de sorte que la demande de biens d'équipement devrait se rétablir rapide-

ment en cas de reprise de l'ensemble de la production. Dans les entreprises fabriquant des machines de précision et en particulier des machines pour l'industrie automobile, la marche des affaires est satisfaisante depuis quelques mois déjà. Les entrées de commandes se sont même accélérées dans la construction de machines pour l'industrie textile. Par contre, des entreprises des télécommunications et d'autres branches se sont plaintes d'un fort recul de la marche des affaires.

Services

Presque tous les domaines du secteur des services ont senti une détérioration de la marche des affaires. Les entreprises des branches axées sur les biens de consommation, qui ont annoncé une évolution nettement plus faible des chiffres d'affaires, sont particulièrement concernées. Alors que les détaillants les plus importants ont pu soutenir leurs ventes en partie au moyen de réductions de prix, de nombreux autres commerces ont dû s'accommoder de reculs de leurs chiffres d'affaires. La restauration et l'hébergement ont eux aussi continué à sentir la retenue des consommateurs. Le secteur financier a été affecté par la baisse persistante des cours boursiers et des produits tirés des opérations de commissions et de négoce. Les opérations d'intérêts, en revanche, ont évolué positivement du fait de l'amélioration de la marge d'intérêts. L'affaiblissement de l'activité économique et la nécessité de contenir les coûts ont entraîné un repli de la demande de services dans les domaines de la logistique et des conseils.

Tourisme

L'hôtellerie a annoncé, dans presque toutes les régions, un recul du nombre des nuitées, principalement dans les hôtels de luxe. La baisse des réservations des touristes en provenance des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne a joué un rôle important. En ce qui concerne la saison d'hiver 2002/2003, les hôteliers se sont montrés réservés; les chiffres d'affaires dépendront sans doute fortement de l'enneigement.

Construction

Dans l'ensemble, le climat est resté morose dans la construction. De nombreuses entreprises ont déploré une diminution du volume de travail et des prix. La marche des affaires a cependant évolué de manière très inégale selon les segments et les régions. Quelques entrepreneurs ont profité des grands projets publics dans le domaine des infrastructures ferroviaires. Dans la construction de logements, notamment dans le segment des rénovations et des transformations, le taux d'utilisation des capacités a été satisfaisant.

7.2 Composantes de la demande

Consommation privée

Entre septembre et novembre, la consommation privée a perdu nettement de son dynamisme. Cette évolution a été particulièrement sensible du côté des biens de consommation durables (articles ménagers) et des biens de luxe. Pour d'autres produits, la demande s'est déplacée des articles chers vers les articles meilleur marché.

Biens d'équipement

A la suite des mesures d'économie prises par de nombreuses entreprises, les investissements ont fortement diminué au cours des derniers trimestres. Maintes entreprises se sont limitées à des investissements de remplacement et de rationalisation. Etant donné la détérioration de la situation financière de nombreuses entreprises, les banques se sont montrées plus sélectives dans l'octroi de crédits. La palette des taux d'intérêt appliqués aux crédits semble s'être élargie. Alors que les bons risques bénéficient auprès des banques de conditions attrayantes, les primes exigées pour des projets d'investissements comportant des risques ont augmenté sensiblement.

Exportations de biens

Pour nombre d'entreprises, les exportations ont été décevantes jusqu'à fin octobre. Dans certaines branches, les signes d'une reprise de la demande (produits pharmaceutiques, appareils de précision, machines pour l'industrie textile) se sont cependant multipliés. Par contre, la demande allemande de biens de consommation et de biens d'équipement suisses est restée faible. Les commandes venant des Etats-Unis, de France, du Royaume-Uni, de Chine et, en partie également, d'Italie et d'Europe orientale ont en revanche progressé.

7.3 Marché du travail

La situation sur le marché du travail s'est sensiblement détériorée au second semestre. Les suppressions d'emplois ont touché l'industrie des machines et de la métallurgie, la construction et l'industrie électronique, puis presque toutes les branches. Des entreprises des services (établissements financiers, commerce de détail) ont elles aussi réduit leur personnel. Cette évolution devrait, de l'avis des entreprises interrogées, durer quelques mois encore et se répercuter également sur les négociations salariales en cours.

7.4 Prix et marges

De nombreuses branches se sont plaintes du renforcement de la concurrence et de la baisse des prix. Cela a été le cas non seulement dans la construction, mais aussi dans l'industrie d'exportation. Le commerce de détail ainsi que la restauration et l'hébergement ont eux aussi enregistré de fortes pressions sur les marges. Beaucoup d'entreprises ont procédé à des restructurations afin de réduire les coûts et d'améliorer la situation bénéficiaire.

Evolution des investissements directs en 2001

Aperçu

Le présent rapport commente les résultats de l'enquête sur les investissements directs en 2001. La première partie porte sur les investissements directs suisses à l'étranger. Elle précise les exportations de capitaux (investissements opérés au cours d'une année), le volume des capitaux d'investissement direct (participations suisses, en fin d'année, dans des entreprises à l'étranger), les revenus de capitaux et l'effectif du personnel dans les implantations à l'étranger. Les investissements directs étrangers en Suisse font l'objet de la seconde partie du rapport. Les importations de capitaux (investissements en Suisse), le volume des capitaux d'investissement direct (participations étrangères dans des entreprises en Suisse) et les revenus de capitaux en faveur de l'étranger y sont traités.

1 Les investissements directs suisses à l'étranger

Exportations de capitaux

Les exportations de capitaux en vue d'investissements directs à l'étranger ont porté sur 29 milliards de francs en 2001, contre 75 milliards l'année précédente. Elles ont ainsi régressé pour la première fois depuis 1995. Le revirement est dû avant tout à un recul des acquisitions d'entreprises et des fusions. Cette évolution est conforme à la tendance observée sur le plan mondial. Elle succède à une phase de croissance exceptionnellement forte des acquisitions et fusions transfrontières, phase qui avait atteint son apogée dans les années 1999 et 2000. Les pertes que des banques, des compagnies d'assurances et des holdings ont subies dans leurs implantations aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ont entraîné également une baisse massive des bénéficiaires réinvestis, qui entrent eux aussi dans la composition des flux d'investissement direct; ces bénéficiaires se sont établis à 5 milliards de francs en 2001. L'année précédente, les bénéficiaires réinvestis s'élevaient encore à 17 milliards de francs. Les exportations de capitaux sous forme de crédits au sein de groupes ont quant à elles diminué de 1 milliard de francs d'une année à l'autre.

En 2001, les banques ont rapatrié des capitaux investis à l'étranger pour 1 milliard de francs, alors qu'elles avaient encore exporté des capitaux pour 31 milliards l'année précédente. Les sociétés financières et holdings, qui sont pour la plupart en mains étrangères, ont investi 10 milliards de francs à l'étranger; ces sociétés ont été ainsi, de toutes les branches, les plus fortes exportatrices de capitaux en 2001. Les compagnies d'assurances, avec 7 milliards de francs, viennent au deuxième rang. Les entreprises du secteur secondaire ont investi 9 milliards de francs à l'étranger, soit un montant représentant un tiers environ du flux observé en 2000. De ce montant, 3 milliards de francs reviennent à l'industrie des machines, 2 milliards à la chimie et 2 milliards également à l'électronique.

Il ressort de la répartition géographique des investissements directs que les exportations de capitaux vers l'UE ont reculé, passant de 29 milliards en 2000 à 10 milliards de francs en 2001. Des capitaux investis en Irlande et en Belgique ont été rapatriés en Suisse, et les flux de fonds vers le Royaume-Uni ont fortement fléchi. L'Allemagne, le Luxembourg et l'Italie ont en revanche bénéficié d'afflux en nette progression d'une année à l'autre. Environ 9 milliards de francs ont été investis aux Etats-Unis, contre 34 milliards en 2000. En outre, 5 milliards de francs (2000: 9 milliards) sont allés vers les centres financiers offshore d'Amérique centrale et du Sud; ce montant provient principalement des compagnies d'assurances et des holdings.

Volume des capitaux d'investissement direct

Entre fin 2000 et fin 2001, le volume des capitaux suisses d'investissement direct à l'étranger a progressé de 9% pour s'établir à 416 milliards de francs. L'augmentation a été moins forte qu'au cours des années précédentes, ce qui s'explique avant tout par le recul des acquisitions. La part du secteur secondaire au volume des capitaux d'investissement direct a continué à se replier, passant de 33% à fin 2000 à 30% à fin 2001. La branche de l'électronique détenait 11 milliards de francs, contre 16 milliards un an auparavant; la diminution est due à des pertes, mais aussi à des modifications comptables. Le volume des capitaux d'investissement direct à l'étranger des entreprises du secteur des services s'est accru de

Investissements directs suisses à l'étranger en milliards de francs	2000 ^r	2001 ^p	Variation en %
Exportations de capitaux	75,4	29,2	-61,3
Volume des capitaux d'investissement direct	381,9	415,6	8,8
Revenus de capitaux	44,1	31,7	-28,1

r = Chiffres révisés; p = Chiffres provisoires

35 milliards pour atteindre 292 milliards de francs. De fortes progressions ont été observées tant du côté des assurances que de celui des sociétés financières et holdings. Dans la branche des transports et communications, le volume des capitaux d'investissement direct a doublé, grâce à des acquisitions, pour s'établir à 7 milliards de francs.

La répartition géographique montre que les parts des Etats-Unis et de l'UE au volume des capitaux d'investissement direct ont diminué, passant respectivement de 24% à 23% et de 49% à 47%. Au sein de l'UE, le volume des capitaux d'investissement direct a progressé sensiblement au Luxembourg et dans les pays scandinaves, mais reculé aux Pays-Bas, en Irlande et en France. La part de l'Allemagne est restée inchangée à 6%. Quant à la part des centres financiers offshore d'Amérique centrale et du Sud, elle s'élevait à 14%, contre 12% à fin 2000.

Revenus de capitaux

Les revenus tirés des capitaux d'investissement direct à l'étranger sont constitués des dividendes sur le capital social, du solde des intérêts dans les crédits au sein de groupes et des revenus réinvestis. En 2001, ils ont fléchi de près d'un tiers pour s'inscrire à 32 milliards de francs. De ce montant, 27 milliards ont été transférés en Suisse et 5 milliards de francs ont été réinvestis à l'étranger. Les revenus que l'industrie chimique et les assurances ont tirés de leurs investissements directs à l'étranger ont chuté. Des pertes ont même été enregistrées dans le secteur bancaire. Les sociétés financières et holdings en mains étrangères ont en revanche accru leurs revenus découlant des investissements directs (11 milliards de francs en 2001, contre 7 milliards l'année précédente).

L'effectif du personnel

A fin 2001, les entreprises suisses occupaient 1,72 million de personnes à l'étranger. En un an, cet effectif a diminué de 3%. Son repli est dû principalement aux sociétés financières et holdings en mains étrangères. L'industrie textile et la chimie ont elles aussi réduit, mais moins fortement, leur personnel à l'étranger. Dans les autres branches, des progressions ont été observées.

2 Les investissements directs étrangers en Suisse

Importations de capitaux

En 2001, les importations de capitaux en vue d'investissements directs en Suisse se sont établies à 15 milliards de francs, soit à moins de la moitié du montant enregistré l'année précédente. Le recul des bénéficiaires réinvestis – ils ont passé de 11 milliards en 2000 à 1 milliard de francs en 2001 – a joué un rôle déterminant dans cette évolution. Les acquisitions d'entreprises et augmentations de capital n'ont en revanche diminué que légèrement; elles ont porté sur 15 milliards, un montant proche du niveau record atteint l'année précédente, soit 19 milliards de francs.

Les investisseurs étrangers ont rapatrié 2 milliards de francs qu'ils avaient investis dans l'industrie. L'année précédente, l'industrie avait bénéficié d'un afflux de fonds de 16 milliards de francs du fait d'acquisitions exceptionnellement élevées. Dans les services, 17 milliards de francs ont été investis, contre 16 milliards en 2000. De ce montant, 6 milliards de francs ont afflué dans les entreprises des transports et communications et 5 milliards dans les sociétés financières et holdings.

Le recul des importations de capitaux au titre des investissements directs est dû avant tout à la chute des afflux de fonds en provenance d'Amérique du Nord; ces afflux ont en effet fléchi de 16 milliards pour s'établir à 2 milliards de francs. Les flux de capitaux venant des pays de l'UE sont restés approximativement stables à 12 milliards de francs. De ce montant, 7 milliards de francs provenaient des Pays-Bas (2000: 1 milliard de francs). Les entreprises allemandes ont rapatrié 1 milliard de francs. En 2000, elles avaient investi 4 milliards de francs en Suisse.

Investissements directs étrangers en Suisse en milliards de francs	2000 ^r	2001 ^p	Variation en %
Importations de capitaux	32,5	15,0	-54,0
Volume des capitaux d'investissement direct	142,1	149,7	5,4
Revenus de capitaux	17,8	13,3	-25,3

r = Chiffres révisés; p = Chiffres provisoires

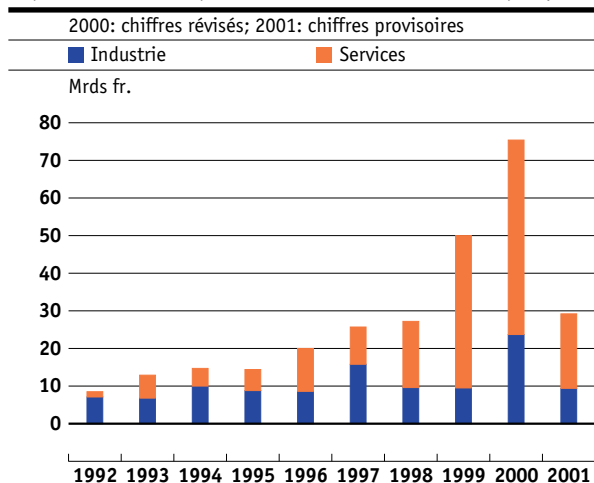
Volume des capitaux d'investissement direct

Les capitaux étrangers d'investissement direct en Suisse atteignaient 150 milliards de francs à fin 2001. En un an, ils ont augmenté de 5%. La chimie, les banques ainsi que la branche «Transports et communications» ont enregistré une croissance. Dans les «Autres services», les capitaux étrangers d'investissement direct ont doublé du fait de l'extension du nombre des établissements participant à l'enquête. A la suite de pertes, le volume des capitaux d'investissement direct a reculé dans l'électronique. La ventilation géographique montre que 62% des capitaux provenaient de l'UE à fin 2001, contre 60% un an auparavant. Ce sont principalement des entreprises danoises, luxembourgeoises et néerlandaises qui ont accru le volume de leurs capitaux d'investissement direct en Suisse. La part des Etats-Unis a diminué, passant de 35% à fin 2000 à 34% à fin 2001.

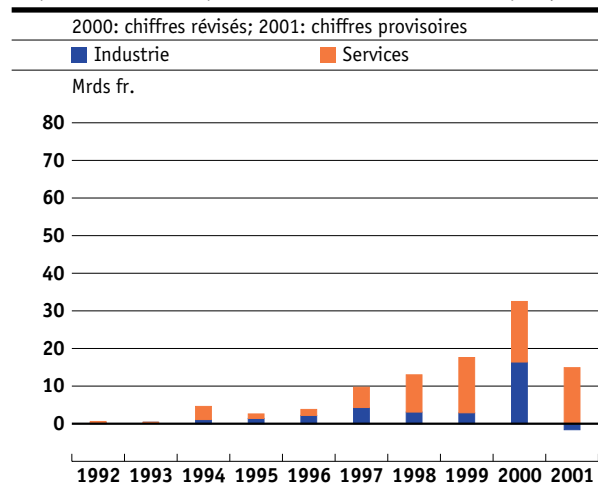
Revenus de capitaux

En 2001, les revenus au titre des capitaux d'investissement direct étrangers en Suisse ont porté sur 13 milliards de francs, soit un montant inférieur d'un quart à celui de l'année précédente. De ce total, 12 milliards ont été transférés à l'étranger et 1 milliard de francs a été réinvesti en Suisse. Dans la plupart des branches, les revenus de capitaux ont sensiblement diminué par rapport à l'année précédente. Des pertes ont même été enregistrées dans l'électronique ainsi que dans les transports et communications. Dans les sociétés financières et holdings, les revenus de capitaux se sont en revanche accrus de 4 milliards pour atteindre 11 milliards de francs.

Exportations de capitaux Graphique 1



Importations de capitaux Graphique 2



Définition

Celui qui effectue un investissement direct veut influencer directement et durablement sur l'activité d'une entreprise à l'étranger. Habituellement, il y a investissement direct à l'étranger quand un investisseur participe pour au moins 10% au capital (avec droit de vote) d'une entreprise sise à l'étranger ou fonde une filiale ou une succursale à l'étranger.

Enquêtes

La Banque nationale suisse recueille chaque année et chaque trimestre des données sur les participations transfrontières, en d'autres termes sur les investissements directs suisses à l'étranger et sur les investissements directs étrangers en Suisse. Ces enquêtes portent sur la situation en fin d'année et de trimestre.

Fondements juridiques

Les enquêtes sur les investissements directs reposent sur l'article 2 de la loi du 9 octobre 1992 sur la statistique fédérale. L'ordonnance du 30 juin 1993 concernant l'exécution des relevés statistiques fédéraux charge la Banque nationale de ces enquêtes. La participation aux enquêtes est obligatoire pour toutes les entreprises ayant des capitaux d'investissement direct d'au moins 10 millions de francs.

Objet des enquêtes

L'enquête annuelle porte sur le volume des capitaux d'investissement direct (participations aux fonds propres et crédits au sein de groupes), sur les flux financiers enregistrés au cours de l'année en rapport avec les participations aux fonds propres (fondations, acquisitions, ventes, augmentations de capital, etc.) et les crédits au sein de groupes, ainsi que sur les bénéfices réinvestis. Ceux-ci représentent la part du résultat d'exploitation qui n'est pas distribuée. Ils permettent à l'investisseur direct de renforcer sa position sans avoir à exporter, au sens strict, des capitaux. En outre, des données sont demandées aux entreprises sur l'effectif de leur personnel en Suisse ainsi que dans les filiales et succursales à l'étranger.

Les données sur les revenus transférés proviennent de l'enquête trimestrielle sur les investissements directs. Elles tiennent compte non seulement des revenus transférés qui sont tirés des capitaux d'investissement direct à l'étranger (dividendes), mais aussi du solde des intérêts dans les crédits au sein de groupes. Les contributions versées par des investisseurs directs en vue d'assainissements ainsi que les impôts à la source non récupérables sont portés en déduction.

Evaluation des capitaux d'investissement direct en fin d'année

Les montants en fin d'année reposent sur des valeurs comptables. Ces valeurs sont en général inférieures aux valeurs marchandes.

Rapport entre la variation du volume des capitaux d'investissement direct et les flux de capitaux

Bien que les flux de capitaux influent sur le volume des capitaux d'investissement direct, on ne peut, à partir d'une variation du volume, tirer des conclusions immédiates sur les flux de capitaux et inversement. Les variations du volume proviennent aussi de facteurs qui n'apparaissent pas dans les flux de capitaux. Ainsi, le volume peut varier à cause de l'évolution des cours de change, d'une modification dans la méthode comptable (adaptation aux normes comptables internationales, par exemple), etc. Lors d'une acquisition, le «good-will» ou survaleur (différence entre le prix d'achat et la valeur comptable de l'entreprise) conduit à des flux de capitaux qui peuvent être supérieurs à l'augmentation du volume des investissements. D'un autre côté, les acquisitions qui sont financées à l'étranger ne donnent pas lieu à des sorties de capitaux.

Répartition géographique

Dans les investissements directs suisses à l'étranger, on tient compte autant que possible du pays du bénéficiaire final («ultimate beneficial owner»). Dans la pratique toutefois, ce principe ne peut être appliqué dans chaque cas. Dans les investissements directs étrangers en Suisse, la répartition est toujours faite en fonction du pays de l'investisseur immédiat.

Répartition par branches

La répartition par branches est faite selon l'activité principale de l'entreprise en Suisse.

Liste des tableaux

Investissements directs suisses à l'étranger

Tableau 1.1: Répartition par pays des exportations de capitaux	Page 50
Tableau 1.2: Répartition par pays de l'état à la fin de l'année	Page 52
Tableau 1.3: Répartition par pays de l'effectif du personnel	Page 54
Tableau 1.4: Exportations de capitaux, par branches et par secteurs	Page 56
Tableau 1.5: Etat à la fin de l'année, par branches et par secteurs	Page 56
Tableau 1.6: Effectif du personnel, par branches et par secteurs	Page 57
Tableau 1.7: Exportations de capitaux selon le type de capital et par groupes de pays	Page 58
Tableau 1.8: Revenus de capitaux, par branches et par secteurs	Page 60

Investissements directs étrangers en Suisse

Tableau 2.1: Répartition par pays des importations de capitaux	Page 61
Tableau 2.2: Répartition par pays de l'état à la fin de l'année	Page 62
Tableau 2.3: Importations de capitaux, par branches et par secteurs	Page 63
Tableau 2.4: Etat à la fin de l'année, par branches et par secteurs	Page 63
Tableau 2.5: Importations de capitaux selon le type de capital et par groupes de pays	Page 64
Tableau 2.6: Revenus de capitaux, par branches et par secteurs	Page 66

Investissements directs suisses à l'étranger
Répartition par pays des exportations de capitaux¹ en millions de francs

Tableau 1.1

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p
1. Europe et pays industrialisés non européens	21 765	16 090	38 128	63 689	22 510
UE	12 596	10 154	21 359	28 917	10 077
Belgique	-655	349	1 179	4 429	-563
Danemark	30	-31	280	-167	-30
Allemagne	4 131	889	5 799	-1 113	5 334
Finlande	152	224	126	263	151
France	213	333	827	-1 055	-1 706
Grèce	116	205	179	355	164
Irlande	317	-54	5 446	1 303	-4 713
Italie	1 134	-197	192	-222	1 910
Luxembourg	-959	1 651	-47	3 440	7 824
Pays-Bas	2 752	1 003	1 716	3 227	-630
Autriche	343	344	515	100	398
Portugal	311	-69	561	1 594	263
Suède	632	844	-656	328	-169
Espagne	35	377	-545	97	1 380
Royaume-Uni ²	4 043	4 287	5 788	16 338	462
AELE	181	-93	362	-1 208	242
Europe centrale et orientale, dont	215	1 175	1 174	1 095	1 582
Croatie	4	70	-44	16	21
Pologne	173	208	473	586	201
Fédération de Russie	46	335	599	-7	696
République tchèque	-19	356	-64	183	275
Slovaquie	13	21	38	13	9
Hongrie	-35	-76	100	77	170
Reste de l'Europe, dont	314	-449	744	571	171
Turquie	51	296	-95	-242	-153
Amérique du Nord	8 058	4 458	13 640	34 232	9 963
Canada	368	1 232	83	553	692
Etats-Unis	7 690	3 226	13 557	33 678	9 271
Autres pays industrialisés non européens	402	845	850	83	476
Australie	153	572	322	-267	-67
Japon	-203	124	628	336	466
Nouvelle-Zélande	298	11	-215	-3	18
Afrique du Sud	154	138	116	18	59

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p
2. Pays nouvellement industrialisés	2 176	6 932	6 244	2 014	842
Asie	2 383	5 689	4 949	838	393
Hong Kong	236	447	665	-63	277
Corée (Sud)	-57	283	179	184	86
Malaisie	82	102	227	-25	72
Philippines	50	1 169	57	313	96
Singapour	1 879	3 173	3 811	222	-387
Taiwan	45	121	92	160	34
Thaïlande	148	395	-82	46	215
Amérique centrale et du Sud	-207	1 243	1 295	1 177	449
Argentine	-10	321	-103	48	471
Brésil	-338	446	844	246	-800
Chili	29	-178	17	-27	-163
Mexique	111	654	537	910	941
3. Pays en développement	1 793	4 187	5 614	9 742	5 845
Asie, dont	629	441	-21	251	634
Chine (Rép. pop.)	255	123	-143	212	207
Inde	160	29	-59	-43	139
Indonésie	134	90	10	-22	156
Liban	2	-2	-13	-143	-12
Pakistan	34	-17	7	59	38
Arabie saoudite	43	-2	60	-83	-1
Emirats arabes unis	12	11	19	85	55
Vietnam	21	-2	-18	-33	-19
Amérique centrale et du Sud, dont	935	3 645	5 343	9 233	5 194
Costa Rica	-1	-26	0	-17	13
Equateur	27	10	20	23	55
Guatemala	60	-4	22	-97	-8
Colombie	34	387	115	-109	-70
Pérou	158	-25	47	57	36
Uruguay	217	284	291	299	90
Venezuela	97	61	11	127	176
Centres financiers offshore ³	236	2 991	4 703	8 998	4 788
Afrique, dont	230	102	293	259	17
Egypte	92	57	93	11	41
Côte d'Ivoire	16	51	-26	-47	-20
Maroc	32	-12	2	-30	0
Nigéria	-9	5	-7	4	17
Ensemble des pays	25 734	27 209	49 986	75 446	29 197

1 Le signe moins (-) indique un rapatriement de capitaux vers la Suisse (désinvestissement).

2 Y compris Guernesey, Jersey et l'île de Man

3 Selon la liste des pays dressée par Eurostat: Bahamas, Barbade, Bermudes, îles Vierges britanniques, Jamaïque, îles Cayman, Montserrat, Antilles néerlandaises, Panama, Saint Kitts-Nevis.

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

Investissements directs suisses à l'étranger
Répartition par pays de l'état à la fin de l'année en millions de francs

Tableau 1.2

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p	Part en pour-cent
1. Europe et pays industrialisés non européens	189 877	197 861	241 873	304 148	321 885	77,4
UE	113 781	119 025	149 983	186 345	196 041	47,2
Belgique	3 136	3 396	4 924	11 364	10 630	2,6
Danemark	693	632	1 187	990	1 217	0,3
Allemagne	18 311	18 901	26 784	22 854	26 126	6,3
Finlande	1 373	1 387	1 794	1 885	2 195	0,5
France	13 923	13 640	16 594	18 308	16 915	4,1
Grèce	573	398	2 317	1 882	1 878	0,5
Irlande	6 494	5 478	10 282	12 329	10 255	2,5
Italie	7 754	7 607	9 766	7 911	8 387	2,0
Luxembourg	4 383	6 005	7 849	16 646	24 447	5,9
Pays-Bas	16 407	16 826	18 869	20 165	17 580	4,2
Autriche	2 886	3 123	4 434	4 669	4 720	1,1
Portugal	961	995	1 747	1 930	1 818	0,4
Suède	3 304	3 420	2 005	1 835	5 078	1,2
Espagne	4 344	4 651	5 574	4 818	5 811	1,4
Royaume-Uni ¹	29 239	32 567	35 858	58 759	58 986	14,2
AELE	1 366	1 485	3 129	3 274	3 668	0,9
Europe centrale et orientale, dont	2 880	4 462	6 156	6 549	8 196	2,0
Croatie	145	117	159	217	241	0,1
Pologne	670	1 062	1 667	2 167	2 332	0,6
Fédération de Russie	410	748	1 197	733	1 597	0,4
République tchèque	1 144	1 648	1 625	1 779	1 937	0,5
Slovaquie	158	103	157	147	166	0,0
Hongrie	285	328	868	999	1 216	0,3
Reste de l'Europe, dont	962	1 082	2 727	2 737	3 309	0,8
Turquie	392	725	1 019	1 050	1 069	0,3
Amérique du Nord	62 761	63 934	68 986	95 975	101 467	24,4
Canada	5 471	6 276	3 511	5 284	4 269	1,0
Etats-Unis	57 290	57 658	65 475	90 691	97 197	23,4
Autres pays industrialisés non européens	8 127	7 874	10 892	9 268	9 204	2,2
Australie	2 619	3 147	3 923	3 154	3 465	0,8
Japon	3 975	3 730	5 187	4 702	4 598	1,1
Nouvelle-Zélande	452	125	451	93	134	0,0
Afrique du Sud	1 081	872	1 331	1 318	1 007	0,2

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p	Part en pour-cent
2. Pays nouvellement industrialisés	21 822	25 711	31 929	33 480	35 473	8,5
Asie	12 929	16 804	20 805	20 825	22 377	5,4
Hong Kong	2 162	2 064	2 316	2 683	2 989	0,7
Corée (Sud)	342	692	997	1 050	831	0,2
Malaisie	1 192	901	937	1 432	1 402	0,3
Philippines	324	1 281	1 433	1 677	1 996	0,5
Singapour	8 044	10 755	13 779	12 298	12 941	3,1
Taiwan	355	480	631	852	901	0,2
Thaïlande	509	631	712	832	1 318	0,3
Amérique centrale et du Sud	8 894	8 908	11 124	12 655	13 096	3,2
Argentine	722	1 085	1 317	1 782	1 670	0,4
Brésil	4 387	4 375	5 072	5 707	5 668	1,4
Chili	1 442	686	828	790	831	0,2
Mexique	2 343	2 762	3 907	4 377	4 928	1,2
3. Pays en développement	28 956	30 024	37 457	44 282	58 288	14,0
Asie, dont	3 684	3 441	4 116	4 808	5 653	1,4
Chine (Rép. pop.)	1 322	1 362	1 403	1 583	2 084	0,5
Inde	746	448	529	408	560	0,1
Indonésie	302	297	391	511	627	0,2
Liban	130	120	120	104	105	0,0
Pakistan	134	118	192	211	231	0,1
Arabie saoudite	230	253	323	326	305	0,1
Emirats arabes unis	92	114	143	213	327	0,1
Vietnam	154	128	128	112	159	0,0
Amérique centrale et du Sud, dont	23 665	24 964	30 721	36 222	49 507	11,9
Costa Rica	188	138	180	130	158	0,0
Equateur	327	299	376	441	443	0,1
Guatemala	133	118	145	88	80	0,0
Colombie	684	974	1 166	1 092	1 151	0,3
Pérou	251	192	261	310	296	0,1
Uruguay	254	307	447	421	414	0,1
Venezuela	732	621	696	1 116	1 163	0,3
Centres financiers offshore ²	20 779	22 098	26 993	31 549	43 703	10,5
Afrique, dont	1 607	1 619	2 621	3 253	3 128	0,8
Egypte	326	354	472	605	587	0,1
Côte d'Ivoire	121	101	114	113	117	0,0
Maroc	321	330	318	294	256	0,1
Nigéria	44	26	35	15	31	0,0
Ensemble des pays	240 655	253 596	311 258	381 910	415 646	100,0

1 Y compris Guernesey, Jersey et l'île de Man

2 Selon la liste des pays dressée par Eurostat: Bahamas, Barbade, Bermudes, îles Vierges britanniques, Jamaïque, îles Cayman, Montserrat, Antilles néerlandaises, Panama, Saint Kitts-Nevis.

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

Investissements directs suisses à l'étranger
Répartition par pays de l'effectif du personnel (à la fin de l'année)

Tableau 1.3

	1997	1998	1999	2000 ^f	2001 ^p	Part en pour-cent
1. Europe et pays industrialisés non européens	1 184 754	1 219 740	1 241 472	1 339 468	1 287 642	74,9
UE	748 247	778 499	780 845	811 030	761 913	44,3
Belgique	25 248	25 125	25 899	30 431	22 798	1,3
Danemark	12 245	11 356	11 223	10 439	14 746	0,9
Allemagne	231 652	268 107	249 165	254 010	212 905	12,4
Finlande	13 632	13 793	13 607	14 844	15 670	0,9
France	131 335	121 377	132 421	133 144	135 494	7,9
Grèce	5 953	8 397	8 392	9 108	8 671	0,5
Irlande	4 024	4 347	5 332	4 807	6 075	0,4
Italie	63 372	56 795	58 581	62 650	63 707	3,7
Luxembourg	1 685	1 852	2 487	2 529	2 379	0,1
Pays-Bas	30 415	32 380	31 441	30 594	27 855	1,6
Autriche	40 140	27 775	33 001	35 668	34 929	2,0
Portugal	10 435	9 291	10 172	9 959	10 235	0,6
Suède	37 968	37 057	32 572	29 596	28 298	1,6
Espagne	46 061	45 568	44 383	56 676	58 710	3,4
Royaume-Uni ¹	94 082	115 281	122 172	126 577	119 443	6,9
AELE	13 910	12 631	12 621	12 526	13 238	0,8
Europe centrale et orientale, dont	71 467	77 213	73 059	84 648	87 243	5,1
Croatie	2 735	2 540	2 170	2 870	3 237	0,2
Pologne	20 301	23 193	19 893	22 875	19 908	1,2
Fédération de Russie	6 409	8 836	9 692	10 889	12 062	0,7
République tchèque	19 712	18 768	15 982	18 023	18 899	1,1
Slovaquie	3 994	3 185	3 905	3 653	3 393	0,2
Hongrie	10 764	9 692	9 581	11 483	11 737	0,7
Reste de l'Europe, dont	8 926	9 750	10 858	11 501	10 837	0,6
Turquie	8 451	9 129	10 228	9 824	9 658	0,6
Amérique du Nord	256 366	268 176	291 243	341 894	334 808	19,5
Canada	27 404	26 744	28 011	34 823	30 104	1,8
Etats-Unis	228 962	241 432	263 232	307 071	304 704	17,7
Autres pays industrialisés non européens	85 837	73 471	72 847	77 871	79 603	4,6
Australie	22 846	27 338	24 651	26 709	24 986	1,5
Japon	23 444	21 749	24 060	28 112	29 314	1,7
Nouvelle-Zélande	8 340	4 006	3 223	3 355	4 285	0,2
Afrique du Sud	31 207	20 378	20 913	19 695	21 019	1,2

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p	Part en pour-cent
2. Pays nouvellement industrialisés	219 899	223 014	224 915	240 231	240 776	14,0
Asie	108 683	107 689	102 073	116 809	118 822	6,9
Hong Kong	14 880	14 319	14 016	15 276	15 236	0,9
Corée (Sud)	4 058	4 007	4 716	5 394	5 327	0,3
Malaisie	18 320	15 982	13 035	18 974	18 648	1,1
Philippines	13 582	13 293	13 050	12 579	12 955	0,8
Singapour	19 749	18 945	19 137	20 348	19 263	1,1
Taiwan	7 239	10 424	9 887	9 968	10 520	0,6
Thaïlande	30 855	30 720	28 232	34 270	36 873	2,1
Amérique centrale et du Sud	111 217	115 325	122 842	123 422	121 954	7,1
Argentine	10 853	11 961	12 995	13 358	12 372	0,7
Brésil	63 943	67 552	72 322	72 939	73 874	4,3
Chili	13 164	10 622	9 819	9 588	9 366	0,5
Mexique	23 257	25 190	27 706	27 538	26 342	1,5
3. Pays en développement	164 326	169 191	174 569	183 323	190 263	11,1
Asie, dont	93 327	89 994	94 790	100 797	103 769	6,0
Chine (Rép. pop.)	29 282	32 795	37 457	40 291	40 424	2,4
Inde	24 531	21 604	19 443	20 146	20 164	1,2
Indonésie	13 146	10 031	10 021	11 375	10 834	0,6
Liban	1 368	872	909	716	649	0,0
Pakistan	4 122	3 521	4 298	4 853	5 222	0,3
Arabie saoudite	2 485	3 255	2 866	2 658	3 865	0,2
Emirats arabes unis	1 213	1 427	1 190	1 123	1 301	0,1
Vietnam	4 511	4 567	5 086	5 189	5 678	0,3
Amérique centrale et du Sud, dont	38 867	36 376	41 346	38 781	43 544	2,5
Costa Rica	3 292	3 032	2 856	2 313	2 361	0,1
Equateur	4 521	2 911	3 418	3 316	3 842	0,2
Guatemala	1 456	1 481	1 539	1 627	1 438	0,1
Colombie	9 952	7 292	8 479	8 440	9 129	0,5
Pérou	4 322	3 736	3 895	3 676	4 118	0,2
Uruguay	430	869	858	934	924	0,1
Venezuela	7 360	8 092	8 493	7 782	8 869	0,5
Centres financiers offshore ²	4 544	5 743	6 122	5 507	7 307	0,4
Afrique, dont	32 132	42 821	38 433	43 745	42 950	2,5
Egypte	8 213	9 793	8 428	8 450	8 242	0,5
Côte d'Ivoire	2 077	2 517	2 217	2 906	2 424	0,1
Maroc	4 148	3 652	3 489	3 467	3 636	0,2
Nigéria	7 767	6 047	5 505	6 763	4 135	0,2
Ensemble des pays	1 568 979	1 611 945	1 640 957	1 763 022	1 718 681	100,0

1 Y compris Guernesey, Jersey et l'île de Man

2 Selon la liste des pays dressée par Eurostat: Bahamas, Barbade, Bermudes, îles Vierges britanniques, Jamaïque, îles Cayman, Montserrat, Antilles néerlandaises, Panama, Saint Kitts-Nevis.

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

Investissements directs suisses à l'étranger
Exportations de capitaux, par branches et par secteurs¹ en millions de francs

Tableau 1.4

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p
Industrie	15 804	9 640	9 477	23 726	9 373
Textile et habillement	118	623	395	-90	-279
Chimie et plastique	8 373	5 156	6 430	17 695	2 283
Métallurgie et machines	2 593	1 421	659	173	3 107
Electronique, énergie, optique et horlogerie	3 477	-890	1 007	2 395	2 319
Autres industries et bâtiment	1 243	3 329	986	3 555	1 942
Services	9 930	17 569	40 509	51 720	19 824
Commerce	517	2 376	2 805	-656	760
Sociétés financières et holdings	5 195	6 559	14 067	4 813	9 637
dont en mains étrangères ²	4 172	3 870	11 480	2 519	7 038
Banques	1 796	-321	6 082	31 059	-926
Assurances	1 334	8 034	9 910	14 042	7 493
Transports et communications	214	859	3 524	196	1 521
Autres services	874	62	4 121	2 266	1 339
Total	25 734	27 209	49 986	75 446	29 197

Investissements directs suisses à l'étranger
Etat à la fin de l'année, par branches et par secteurs¹ en millions de francs

Tableau 1.5

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p	Part en pour-cent
Industrie	99 617	106 858	106 978	125 393	123 314	29,7
Textile et habillement	724	1 771	2 164	2 093	1 451	0,3
Chimie et plastique	34 551	44 712	42 358	56 178	56 057	13,5
Métallurgie et machines	14 779	17 071	17 423	17 894	18 625	4,5
Electronique, énergie, optique et horlogerie	19 852	19 131	16 015	15 942	11 228	2,7
Autres industries et bâtiment	29 711	24 174	29 019	33 286	35 953	8,6
Services	141 038	146 738	204 280	256 518	292 333	70,3
Commerce	7 031	8 846	12 750	11 790	12 245	2,9
Sociétés financières et holdings	46 908	55 426	80 924	90 432	100 465	24,2
dont en mains étrangères ²	42 637	47 336	64 528	69 898	81 672	19,6
Banques	23 733	18 651	25 198	54 231	55 657	13,4
Assurances	54 200	55 667	67 252	85 914	104 463	25,1
Transports et communications	3 000	3 253	7 009	3 571	7 192	1,7
Autres services	6 167	4 895	11 148	10 580	12 310	3,0
Total	240 655	253 596	311 258	381 910	415 646	100,0

1 Le signe moins (-) indique un rapatriement de capitaux vers la Suisse (désinvestissement).

2 Sont réputées en mains étrangères les entreprises dont le capital est en majorité en mains étrangères.

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

Investissements directs suisses à l'étranger
Effectif du personnel, par branches et par secteurs (à la fin de l'année)

Tableau 1.6

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p	Part en pour-cent
Industrie	949 336	954 353	942 126	993 244	992 243	57,7
Textile et habillement	43 312	55 379	53 397	53 592	49 033	2,9
Chimie et plastique	190 769	204 570	205 947	236 454	217 904	12,7
Métallurgie et machines	159 249	166 505	165 450	178 548	185 365	10,8
Electronique, énergie, optique et horlogerie	259 547	241 700	230 439	238 455	239 943	14,0
Autres industries et bâtiment	296 459	286 199	286 893	286 196	299 998	17,5
Services	619 643	657 591	698 831	769 778	726 439	42,3
Commerce	65 373	64 534	70 238	66 415	81 151	4,7
Sociétés financières et holdings	323 474	330 122	335 783	366 942	293 863	17,1
dont en mains étrangères ¹	308 889	308 104	297 765	314 159	252 605	14,7
Banques	33 482	33 784	35 127	75 583	77 227	4,5
Assurances	71 902	95 853	105 445	109 158	114 233	6,6
Transports et communications	43 188	43 761	45 191	40 894	45 918	2,7
Autres services	82 224	89 539	107 047	110 786	114 047	6,6
Ensemble des pays	1 568 979	1 611 945	1 640 957	1 763 022	1 718 681	100,0

1 Sont réputées en mains étrangères les entreprises dont le capital est en majorité en mains étrangères.

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

Exportations de capitaux¹ selon le type de capital et par groupes de pays en millions de francs

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p
Capital social					
Europe et pays industrialisés non européens					
	10 633	6 988	20 118	48 834	16 247
UE	7 635	4 454	13 657	23 440	4 559
AELE	53	-123	104	-1 186	81
Europe centrale et orientale	226	766	570	547	593
Reste de l'Europe	193	385	298	120	25
Amérique du Nord	2 514	1 188	4 812	25 383	11 017
Autres pays industrialisés non européens ²	13	317	676	530	-27
Pays nouvellement industrialisés					
	565	5 327	2 400	933	-605
Asie ³	796	3 861	1 619	458	-326
Amérique centrale et du Sud ⁴	-232	1 465	781	475	-279
Pays en développement					
	2 317	4 634	1 317	6 245	7 030
Asie	634	465	288	377	410
Amérique centrale et du Sud	1 606	4 146	999	5 851	6 564
Afrique	78	24	30	17	57
Ensemble des pays	13 515	16 949	23 835	56 012	22 671
Bénéfices réinvestis					
Europe et pays industrialisés non européens					
	7 004	6 145	11 318	11 468	2 384
UE	5 053	4 182	4 850	6 525	4 763
AELE	124	19	250	-20	2
Europe centrale et orientale	-32	-244	361	348	860
Reste de l'Europe	108	-956	374	489	128
Amérique du Nord	1 518	2 833	5 380	4 448	-3 601
Autres pays industrialisés non européens ²	233	311	101	-322	233
Pays nouvellement industrialisés					
	1 343	1 357	4 256	1 728	975
Asie ³	1 355	1 794	3 940	1 084	511
Amérique centrale et du Sud ⁴	-12	-437	316	643	463
Pays en développement					
	1 542	-300	2 706	3 642	1 219
Asie	-93	-202	-350	-118	184
Amérique centrale et du Sud	1 550	-146	2 760	3 515	1 065
Afrique	84	49	296	245	-30
Ensemble des pays	9 889	7 203	18 280	16 837	4 578

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p
Crédits					
Europe et pays industrialisés non européens					
UE	4 127	2 957	6 693	3 387	3 879
AELE	-92	1 518	2 851	-1 049	755
Europe centrale et orientale	3	11	7	-2	160
Reste de l'Europe	21	653	242	200	130
Amérique du Nord	13	122	71	-37	18
Autres pays industrialisés non européens ²	4 027	437	3 448	4 401	2 547
	156	217	73	-125	270
Pays nouvellement industrialisés					
Asie ³	269	248	-412	-647	473
Amérique centrale et du Sud ⁴	232	33	-610	-705	208
	37	215	198	59	265
Pays en développement					
Asie	-2 066	-147	1 591	-145	-2 405
Amérique centrale et du Sud	88	178	41	-9	40
Afrique	-2 222	-355	1 583	-133	-2 435
	68	30	-33	-3	-10
Ensemble des pays	2 331	3 058	7 872	2 596	1 947

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p
Total					
Europe et pays industrialisés non européens					
UE	21 765	16 090	38 128	63 689	22 510
AELE	12 596	10 154	21 359	28 917	10 077
Europe centrale et orientale	181	-93	362	-1 208	242
Reste de l'Europe	215	1 175	1 174	1 095	1 582
Amérique du Nord	314	-449	744	571	171
Autres pays industrialisés non européens ²	8 058	4 458	13 640	34 232	9 963
	402	845	850	83	476
Pays nouvellement industrialisés					
Asie ³	2 176	6 932	6 244	2 014	842
Amérique centrale et du Sud ⁴	2 383	5 689	4 949	838	393
	-207	1 243	1 295	1 177	449
Pays en développement					
Asie	1 793	4 187	5 614	9 742	5 845
Amérique centrale et du Sud	629	441	-21	251	634
Afrique	935	3 645	5 343	9 233	5 194
	230	102	293	259	17
Ensemble des pays	25 734	27 209	49 986	75 446	29 197

1 Le signe moins (-) indique un rapatriement de capitaux vers la Suisse (désinvestissement).

2 Australie, Japon, Nouvelle-Zélande, Afrique du Sud

3 Hong Kong, Corée (Sud), Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande

4 Argentine, Brésil, Chili, Mexique

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

Investissements directs suisses à l'étranger
Revenus de capitaux^{1,2}, par branches et par secteurs en millions de francs

Tableau 1.8

	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p
Industrie	13 006	14 926	21 511	16 750
Textile et habillement	88	4	-77	-15
Chimie et plastique	6 462	7 308	12 298	5 423
Métallurgie et machines	1 758	877	1 305	1 426
Electronique, énergie, optique et horlogerie	990	1 943	2 475	3 593
Autres industries et bâtiment	3 708	4 795	5 510	6 324
Services	13 128	20 005	22 592	14 976
Commerce	875	1 150	484	1 237
Sociétés financières et holdings	11 056	11 043	7 022	10 717
dont en mains étrangères ³	8 846	8 532	6 774	10 946
Banques	-2 325	-1 328	5 593	-379
Assurances	2 585	7 001	9 129	3 722
Transports et communications	39	277	-711	153
Autres services	400	256	1 076	-474
Total	26 134	34 931	44 103	31 725

1 Les revenus au titre des investissements directs sont constitués des dividendes (après déduction des contributions versées en vue d'assainissements et des impôts à la source non récupérables), du solde des intérêts dans les crédits au sein de groupes et des revenus réinvestis.

2 Le signe moins (-) indique une perte.

3 Sont réputées en mains étrangères les entreprises dont le capital est en majorité en mains étrangères.

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

Investissements directs étrangers en Suisse
Répartition par pays des importations de capitaux¹ en millions de francs

Tableau 2.1

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p
1. Europe et pays industrialisés non européens	9 629	11 763	17 459	31 355	14 613
UE, dont	5 927	5 625	9 224	12 964	11 845
Belgique	-4	-50	177	226	424
Danemark	21	27	-52	873	1 854
Allemagne	2 871	2 715	2 907	4 022	-1 242
France	517	-393	615	587	945
Italie	111	1 584	476	1 954	296
Luxembourg	1 682	505	431	2 852	913
Pays-Bas	498	1 612	-1 183	538	7 280
Autriche	68	38	114	266	23
Suède	165	75	-1	62	-17
Espagne	18	-113	475	102	50
Royaume-Uni ²	-161	-378	5 238	1 356	1 291
AELE	2	0	3	30	-26
Reste de l'Europe, dont	24	12	27	-2	8
Turquie	2	22	23	26	1
Amérique du Nord	3 778	6 509	9 669	18 443	2 475
Canada	-46	-55	-189	7 832	-455
États-Unis	3 824	6 564	9 858	10 611	2 929
Autres pays industrialisés non européens, dont	-101	-383	-1 464	-80	312
Japon	-326	-457	-1 509	-37	315
2. Pays nouvellement industrialisés	-65	-10	-11	814	181
3. Pays en développement	67	1 211	155	351	165
Asie, dont	32	-47	44	20	22
Israël	18	36	36	-8	14
Amérique centrale et du Sud	33	1 255	109	322	138
Afrique	2	3	3	9	5
Ensemble des pays	9 631	12 963	17 603	32 519	14 959

1 Le signe moins (-) indique des sorties de capitaux (désinvestissement).

2 Y compris Guernesey, Jersey et l'île de Man

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

Investissements directs étrangers en Suisse
Répartition par pays de l'état à la fin de l'année en millions de francs

Tableau 2.2

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p	Part en pour-cent
1. Europe et pays industrialisés non européens	85 229	97 028	119 674	139 338	146 590	97,9
UE, dont	60 706	65 650	75 294	84 517	92 121	61,5
Belgique	604	569	778	1 469	1 405	0,9
Danemark	207	329	825	1 941	5 823	3,9
Allemagne	14 497	15 944	17 461	20 212	16 381	10,9
France	10 306	11 891	15 362	13 523	11 355	7,6
Italie	4 564	5 762	5 530	7 014	5 916	4,0
Luxembourg	3 514	4 906	4 857	4 914	7 068	4,7
Pays-Bas	19 852	19 696	21 061	28 445	35 896	24,0
Autriche	370	345	550	682	720	0,5
Suède	4 010	4 089	426	531	470	0,3
Espagne	254	162	491	257	524	0,4
Royaume-Uni ¹	2 092	1 751	7 596	5 069	6 176	4,1
AELE	16	17	16	53	40	0,0
Reste de l'Europe, dont	266	333	298	139	158	0,1
Turquie	112	128	155	19	22	0,0
Amérique du Nord	20 477	28 031	41 213	52 171	52 602	35,1
Canada	252	197	250	2 265	1 776	1,2
Etats-Unis	20 225	27 834	40 963	49 906	50 826	33,9
Autres pays industrialisés non européens, dont	3 763	2 997	2 853	2 457	1 670	1,1
Japon	2 754	1 973	1 455	1 424	1 674	1,1
2. Pays nouvellement industrialisés	56	53	46	533	715	0,5
3. Pays en développement	1 334	2 020	1 842	2 184	2 426	1,6
Asie, dont	630	574	996	984	1 058	0,7
Israël	332	354	741	711	764	0,5
Amérique centrale et du Sud	637	1 376	776	1 126	1 287	0,9
Afrique	67	70	70	75	82	0,1
Ensemble des pays	86 618	99 101	121 561	142 055	149 731	100,0

1 Y compris Guernesey, Jersey et l'île de Man

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

Investissements directs étrangers en Suisse
Importations de capitaux¹, par branches et par secteurs en millions de francs

Tableau 2.3

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p
Industrie	4 264	3 069	2 944	16 380	-1 581
Chimie et plastique	2 362	3 029	361	3 119	243
Métallurgie et machines	1 691	28	-710	7 992	-43
Electronique, énergie, optique et horlogerie	204	-55	2 312	3 239	-2 261
Autres industries et bâtiment	6	69	983	2 030	481
Services	5 367	9 894	14 659	16 139	16 540
Commerce	362	971	1 750	2 231	175
Sociétés financières et holdings	4 038	5 165	5 520	5 156	5 583
Banques	558	2 253	65	2 626	2 579
Assurances	²	1 220	4 707	1 917	1 794
Transports et communications	²	66	1 853	3 552	6 420
Autres services	409	218	764	656	-11
Total	9 631	12 963	17 603	32 519	14 959

Investissements directs étrangers en Suisse
Etat à la fin de l'année, par branches et par secteurs en millions de francs

Tableau 2.4

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p	Part en pour-cent
Industrie	15 389	18 906	17 613	25 117	25 134	16,8
Chimie et plastique	5 108	7 816	7 389	7 447	9 920	6,6
Métallurgie et machines	2 173	2 524	851	3 446	3 400	2,3
Electronique, énergie, optique et horlogerie	6 452	6 583	5 528	9 301	7 222	4,8
Autres industries et bâtiment	1 656	1 982	3 845	4 923	4 590	3,1
Services	71 229	80 196	103 948	116 938	124 598	83,2
Commerce	12 120	12 612	15 060	19 939	19 362	12,9
Sociétés financières et holdings	39 675	43 674	56 153	63 536	63 228	42,2
Banques	15 276	16 922	17 798	21 337	23 069	15,4
Assurances	²	4 139	8 947	5 528	4 922	3,3
Transports et communications	²	545	2 664	3 732	6 198	4,1
Autres services	4 159	2 303	3 327	2 866	7 820	5,2
Total	86 618	99 101	121 561	142 055	149 731	100,0

1 Le signe moins (-) indique des sorties de capitaux (désinvestissement).

2 Jusqu'en 1997, sous autres services.

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

Importations de capitaux¹ selon le type de capital et par groupes de pays en millions de francs

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p
Capital social					
Europe et pays industrialisés non européens	6 017	4 026	7 529	18 834	15 082
UE et AELE	3 790	1 172	5 716	7 472	11 951
Reste de l'Europe	15	11	13	-30	2
Amérique du Nord	2 487	3 296	3 407	11 544	3 178
Autres pays industrialisés non européens ²	-275	-454	-1 608	-152	-50
Pays nouvellement industrialisés	-61	-4	0	806	71
Pays en développement	10	1 071	48	243	120
Ensemble des pays	5 966	5 093	7 577	19 883	15 272
Bénéfices réinvestis					
Europe et pays industrialisés non européens	1 171	6 358	9 611	10 831	1 363
UE et AELE	2 178	2 997	3 324	4 999	-361
Reste de l'Europe	8	1	14	28	6
Amérique du Nord	-1 204	3 289	6 222	5 843	1 745
Autres pays industrialisés non européens ²	189	71	51	-39	-27
Pays nouvellement industrialisés	3	2	0	8	-14
Pays en développement	71	142	97	145	50
Ensemble des pays	1 245	6 502	9 708	10 985	1 398

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p
Crédits					
Europe et pays industrialisés non européens	2 440	1 379	319	1 689	-1 831
UE et AELE	-40	1 456	186	523	228
Reste de l'Europe	0	0	1	0	0
Amérique du Nord	2 494	-76	40	1 056	-2 448
Autres pays industrialisés non européens ²	-15	0	93	110	388
Pays nouvellement industrialisés	-7	-8	-11	0	125
Pays en développement	-14	-3	11	-37	-4
Ensemble des pays	2 420	1 368	319	1 651	-1 711

	1997	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p
Total					
Europe et pays industrialisés non européens	9 629	11 763	17 459	31 355	14 613
UE et AELE	5 927	5 625	9 224	12 964	11 845
Reste de l'Europe	23	-10	7	1	-19
Amérique du Nord	3 780	6 531	9 692	18 469	2 475
Autres pays industrialisés non européens ²	-101	-383	-1 464	-80	312
Pays nouvellement industrialisés	-65	-10	-11	814	181
Pays en développement	67	1 211	155	351	165
Ensemble des pays	9 631	12 963	17 603	32 519	14 959

1 Le signe moins (-) indique des sorties de capitaux (désinvestissement).

2 Australie, Japon, Nouvelle-Zélande, Afrique du Sud

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

Investissements directs étrangers en Suisse
Revenus de capitaux^{1,2}, par branches et par secteurs en millions de francs

Tableau 2.6

	1998	1999	2000 ^r	2001 ^p
Industrie	1 618	2 037	4 821	-772
Chimie et plastique	583	980	1 103	765
Métallurgie et machines	81	-166	300	352
Electronique, énergie, optique et horlogerie	740	537	2 784	-2 121
Autres industries et bâtiment	215	687	633	233
Services	10 056	13 636	12 940	14 036
Commerce	2 362	2 618	-1 423	993
Sociétés financières et holdings	6 111	8 640	7 212	11 270
Banques	1 598	1 949	2 592	1 611
Assurances	128	247	181	233
Transports et communications	-207	-79	-1 164	-263
Autres services	27	260	1 026	32
Total	11 674	15 674	17 761	13 264

1 Les revenus au titre des investissements directs sont constitués des dividendes (après déduction des contributions versées en vue d'assainissements et des impôts à la source non récupérables), du solde des intérêts dans les crédits au sein de groupes et des revenus réinvestis.

2 Le signe moins (-) indique une perte.

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

La position extérieure nette de la Suisse en 2001

Après avoir diminué de 50 milliards en 2000, la position extérieure nette de la Suisse a augmenté de 80 milliards pour atteindre 602 milliards de francs à fin 2001. Sa progression s'explique par un fort recul des engagements envers l'étranger. Les passifs envers l'étranger ont en effet fléchi sensiblement du fait de la baisse massive des cours des actions suisses. En pourcentage du produit intérieur brut, la position extérieure nette de la Suisse s'établissait à 145% à fin 2001, contre 129% un an auparavant.

Position extérieure nette de la Suisse

Tableau 1

Etat en fin d'année	1985	1990	1995	1999 ^r	2000 ^f	2001 ^p	Variation en % par rapport à fin 2000
Actifs en mrds fr.	527,8	733,0	989,8	1982,6	2231,9	2220,0	-0,5
Passifs en mrds fr.	298,1	450,7	640,2	1412,5	1710,4	1618,3	-5,4
Position nette en mrds fr.	229,7	282,3	349,5	570,1	521,5	601,7	15,5
Actifs en % du PIB	222,5	231,0	272,4	510,3	550,4	535,1	-2,8
Passifs en % du PIB	125,7	142,0	176,2	363,6	421,8	390,1	-7,5
Position nette en % du PIB	96,8	89,0	96,2	146,7	128,6	145,0	12,8

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

Composition et évaluation de la position extérieure nette

La position extérieure indique les stocks d'avoirs et d'engagements financiers de la Suisse. La différence entre les avoirs à l'étranger et les engagements envers l'étranger donne la position extérieure nette. On tient compte des investissements de portefeuille, des investissements directs, des réserves monétaires de la Banque nationale ainsi que d'autres avoirs et engagements financiers. Les investissements directs comprennent le capital social et les crédits accordés aux filiales à l'étranger. Les investissements de portefeuille portent sur les actions, parts de fonds de placement, emprunts obligataires et papiers monétaires. Les crédits bancaires constituent la majeure partie des autres avoirs et engagements financiers des résidents vis-à-vis de l'étranger. En fin d'année, ces actifs et passifs sont évalués aux prix du marché, à l'exception des investissements directs qui sont pris en considération à leur valeur comptable. En outre, l'encaisse-or de la Banque nationale est évaluée, depuis 2000, au prix du marché. Auparavant, elle entrait dans cette statistique au prix officiel de 4596 francs le kilogramme d'or. La position extérieure nette est dressée selon la méthodologie du FMI.

Position extérieure et balance des paiements

La position extérieure est étroitement liée à la balance des paiements. Elle renseigne sur les investissements cumulés à un moment donné. Dans la balance des paiements, les flux de capitaux (investissements) au cours d'une période donnée sont pris en considération. Les exportations de capitaux (investissements suisses à l'étranger) entraînent une augmentation des actifs à l'étranger, tandis que les importations de capitaux (investissements étrangers en Suisse) accroissent les passifs envers l'étranger. Si la Suisse investit davantage à l'étranger que l'étranger n'investit en Suisse, donc s'il y a exportation nette de capitaux, la position extérieure nette vis-à-vis de l'étranger progresse. Dans ce cas, la balance des transactions courantes dégage un excédent correspondant. La position extérieure varie à la suite non seulement des investissements qui sont opérés, mais encore de facteurs tels que les fluctuations des cours de change, des prix des métaux précieux, des taux d'intérêt et des cours des actions. Les stocks d'investissements directs sont évalués à leur valeur comptable, alors que les flux de capitaux sont pris en considération à la valeur de marché. Aussi la variation des stocks, dans la position extérieure, ne correspond-elle généralement pas aux flux de capitaux comptabilisés dans la balance des paiements.

1 Les répercussions des mouvements de capitaux et des ajustements de valeur sur la position extérieure

Les exportations et les importations de capitaux ainsi que les ajustements de valeur sur les stocks déterminent la position extérieure (voir encadré «Position extérieure et balance des paiements»). En 2001, les exportations suisses de capitaux ont engendré une augmentation de 64 milliards de francs des avoirs à l'étranger. Les ajustements de valeur ont cependant entraîné des pertes de 76 milliards de francs, de sorte que les avoirs à l'étranger ont en fait diminué de 12 milliards. Ces pertes sont dues en majeure partie à la baisse des cours des titres étrangers.

Quant aux engagements envers l'étranger, ils ont augmenté de 2 milliards de francs en 2001 à la suite d'importations de capitaux. En outre, les passifs ont fléchi de 94 milliards de francs du fait de leur évaluation plus basse. Au total, les passifs envers l'étranger se sont donc réduits de 92 milliards de francs. La baisse des cours des actions a joué un rôle déterminant dans ce recul.

La position extérieure nette s'est ainsi accrue de 80 milliards de francs. Les exportations nettes de capitaux y ont contribué pour 62 milliards de francs, le solde des ajustements de valeur intervenant pour 18 milliards.

Variation de la position extérieure nette en 2001 en milliards de francs

Tableau 2

	Etat à fin 2000 ^r	Investissements ¹ en 2001 ^p Augmentation: +	Variations de valeur ² en 2001 ^p Augmentation: +	Etat à fin 2001 ^p
Actifs	2231,9	63,7	-75,6	2220,0
Passifs	1710,4	1,6	-93,7	1618,3
Position extérieure nette	521,5	62,1	18,1	601,7

1 Investissements selon mouvements de capitaux de la balance des paiements; les exportations de capitaux conduisent à une augmentation des actifs à l'étranger, alors que les importations de capitaux entraînent une augmentation des passifs envers l'étranger. Les importations et

exportations de métaux précieux des banques, qui entrent dans les mouvements de capitaux, n'ont pas été prises en considération dans le tableau ci-dessus, ces métaux précieux n'intervenant pas dans le calcul de la position extérieure.

2 Variations dues à l'évolution des prix, y compris modifications apportées à la statistique par l'extension du nombre des entreprises participant à l'enquête.

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

2 Evolution et structure des actifs à l'étranger

Dans les investissements de portefeuille, la part des titres de créance a progressé en 2001, au détriment de celle des titres de participation; à fin 2001, les titres de participation étaient même inférieurs au montant observé un an auparavant du fait de la baisse des bourses. Au total, la valeur des investissements de portefeuille est restée inchangée. En 2001, les investisseurs ont acquis des titres étrangers pour une somme élevée. Mais l'accroissement qui a découlé des exportations de capitaux a été compensé par les pertes enregistrées sur les actions.

Les capitaux d'investissement direct à l'étranger ont augmenté de 34 milliards, passant à 416 milliards de francs. En 2000, leur expansion avait atteint le double de celle de 2001. De toutes les composantes des actifs à l'étranger, les capitaux d'investissement direct ont cependant enregistré la plus forte progression en 2001. Sur une longue période également, leur croissance a été supérieure à la moyenne. Leur part au total des actifs à l'étranger atteignait 19% à fin 2001. Elle était de 10% à fin 1985, soit lorsque la position

extérieure nette avait été dressée pour la première fois. Ces actifs, il convient de le relever, entrent dans cette statistique à leur valeur comptable, laquelle est nettement inférieure à la valeur de marché.

Les réserves monétaires de la Banque nationale s'établissaient à 87 milliards de francs, à fin 2001, contre 88 milliards un an auparavant. Leur part au total des actifs à l'étranger est restée inchangée à 4%. Une partie de son encaisse-or n'étant plus nécessaire à des fins monétaires, la Banque nationale a vendu de l'or pour 3 milliards de francs en 2001. L'encaisse-or n'a cependant diminué que de 2 milliards de francs, le prix de l'or ayant quelque peu augmenté depuis fin 2000. Les autres réserves monétaires, y compris les réserves de devises, ont progressé de 1 milliard de francs.

Les autres actifs à l'étranger – avant tout des créances découlant des opérations interbancaires – ont fléchi de 44 milliards pour s'inscrire à 897 milliards de francs. Leur part au total des actifs à l'étranger a par conséquent diminué de 2 points pour s'établir à 40%. Les banques ont réduit de 47 milliards leurs créances, lesquelles ont ainsi passé à 629 milliards de francs. En revanche, les autres entreprises ont accru leurs crédits à l'étranger.

Composition des actifs à l'étranger en milliards de francs¹

Tableau 3

Etat en fin d'année	1985	1990	1995	1999 ^f	2000 ^f	2001 ^p	Variation en % par rapport à fin 2000	Part en %
Investissements directs ²	52,1	85,6	163,9	311,3	381,9	415,6	8,8	18,7
Capital social	42,7	73,0	141,5	266,9	339,5	371,0	9,3	16,7
Crédits	9,4	12,6	22,4	44,3	42,4	44,6	5,2	2,0
Investissements de portefeuille	200,5	248,1	399,3	807,6	820,8	820,3	0,0	37,0
Titres de créance	152,2	194,2	260,6	392,2	385,7	405,3	5,0	18,3
Emprunts obligataires	150,2	191,7	257,6	380,9	376,7	381,8	1,4	17,2
Papiers monétaires ³	2,0	2,6	2,9	11,3	9,0	23,6	162,2	1,1
Titres de participation	48,3	53,9	138,7	415,4	435,1	415,0	-4,6	18,7
Actions	nd	nd	nd	302,0	306,7	279,8	-8,8	12,6
Parts de fonds de placement	nd	nd	nd	113,4	128,4	135,2	5,3	6,1
Autres actifs à l'étranger (sans les réserves monétaires)	225,2	350,0	370,6	793,5	941,3	896,9	-4,7	40,4
dont								
Crédits bancaires ⁴	155,4	172,3	210,6	547,2	676,4	629,4	-6,9	28,4
Crédits accordés par les entreprises ⁵	24,6	40,3	64,3	101,8	109,7	117,0	6,7	5,3
Crédits accordés par les collectivités publiques	1,4	1,5	1,1	0,8	0,8	0,5	-37,5	0,0
Réserves monétaires	50,1	49,2	56,0	70,3	87,9	87,1	-0,8	3,9
Or ⁶	11,9	11,9	11,9	11,9	34,7	33,0	-4,9	1,5
Devises	36,8	37,2	41,8	54,6	50,4	50,6	0,4	2,3
Autres réserves monétaires	1,4	0,1	2,3	3,8	2,7	3,5	29,6	0,2
Total	527,9	733,0	989,8	1928,6	2 231,9	2 220,0	-0,5	100,0

1 Les différences dans les totaux viennent du fait que les chiffres ont été arrondis.
2 Participations suisses de 10% et davantage au capital d'entreprises à l'étranger ainsi que

créances et engagements (nets) vis-à-vis de filiales à l'étranger.
3 Jusqu'en 1997, uniquement les papiers monétaires détenus par les banques.
4 Comptoirs en Suisse des banques

5 Sans les crédits accordés à des filiales. Ces crédits entrent dans la composition des investissements directs.
6 Depuis 2000, le stock d'or est évalué à sa valeur de marché.

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires
nd Chiffres non disponibles

3 Evolution et structure des passifs envers l'étranger

En 2001, les titres suisses détenus par des étrangers ont fléchi de 87 milliards pour s'établir à 587 milliards de francs. Ce recul est dû avant tout à la baisse des cours des actions. A fin 2001, les actions constituaient 79% des investissements de portefeuille des étrangers. Aussi la baisse des bourses a-t-elle eu des répercussions particulièrement fortes sur la valeur des placements étrangers en titres. La part des placements de portefeuille au total des passifs envers l'étranger a de ce fait diminué, passant de 39% à fin 2000 à 36% à fin 2001.

Les capitaux d'investissement direct étrangers en Suisse ont augmenté de 8 milliards pour s'établir à 150 milliards de francs; en 2000, ils s'étaient accrus de 20 milliards de francs. Le ralentissement de la croissance s'explique par des importations de capitaux moins élevées et par une évaluation plus basse de ces passifs.

Les autres passifs envers l'étranger ont reculé de 13 milliards pour s'inscrire à 882 milliards de francs. Ils sont formés en majeure partie d'engagements des banques. En 2001, les banques ont réduit de 24 milliards leurs engagements envers l'étranger, lesquels ont ainsi passé à 667 milliards de francs. Quant aux crédits que

les autres entreprises ont obtenus de l'étranger, ils atteignaient 101 milliards de francs à fin 2001, contre 90 milliards un an auparavant.

4 Répartition selon la monnaie

Du total des actifs suisses à l'étranger, 14% étaient en francs à fin 2001, contre 13% à fin 2000. La part libellée en francs a progressé dans toutes les composantes des actifs à l'étranger, abstraction faite des réserves monétaires qui sont détenues en monnaies étrangères et en or. Cette progression a découlé d'un accroissement des investissements en titres et des crédits en francs. Dans la première moitié des années nonante, la part du franc atteignait encore le double de ce qu'elle était à fin 2001. Elle a ensuite diminué sans cesse jusqu'à fin 2000. La part de l'euro a continué à augmenter, passant de 27% à fin 2000 à 28% à fin 2001. Par contre, l'importance relative du dollar des Etats-Unis et celle des autres monnaies ont faibli.

Du côté des passifs envers l'étranger, la part du franc était de 52% à fin 2001, contre 53% à fin 2000. Ce repli est dû avant tout à l'évaluation plus basse des placements en titres. Les parts du dollar des Etats-Unis et de l'euro ont progressé au détriment de celles du franc et des autres monnaies.

Composition des passifs envers l'étranger en milliards de francs¹

Tableau 4

Etat en fin d'année	1985	1990	1995	1999 ^r	2000 ^r	2001 ^p	Variation en % par rapport à fin 2000	Part en %
Investissements directs ²	21,0	44,4	65,6	121,6	142,1	149,8	5,4	9,3
Capital social	20,6	44,9	64,9	119,8	139,6	149,1	6,8	9,2
Crédits	0,4	-0,5	0,7	1,8	2,5	0,7	-72,0	0,0
Investissements de portefeuille	99,5	121,5	240,0	545,5	673,3	586,6	-12,9	36,2
Titres de créance	11,4	19,2	33,7	50,3	48,1	47,1	-2,1	2,9
Emprunts obligataires	11,4	19,2	33,7	49,7	47,2	46,5	-1,5	2,9
Papiers monétaires	nd	nd	nd	0,6	0,9	0,6	-33,3	0,0
Titres de participation	88,1	102,3	206,3	495,2	625,2	539,5	-13,7	33,3
Actions	72,4	80,2	171,2	423,2	547,5	463,4	-15,4	28,6
Parts de fonds de placement	15,7	22,1	35,1	72,0	77,7	76,1	-2,1	4,7
Autres passifs envers l'étranger	177,7	284,8	334,6	745,4	895,0	881,9	-1,5	54,5
dont								
Crédits bancaires ³	123,5	172,2	207,5	548,2	690,9	667,0	-3,5	41,2
Crédits à des entreprises ⁴	18,5	27,9	52,5	80,3	89,8	100,6	12,0	6,2
Crédits à des collectivités publiques	nd	0,1	0,7	0,8	0,7	0,6	-14,3	0,0
Total	298,2	450,7	640,2	1 412,5	1 710,4	1 618,3	-5,4	100,0

1 Les différences dans les totaux viennent du fait que les chiffres ont été arrondis.
2 Participations étrangères de 10% et davantage au capital d'entreprises en Suisse ainsi que

créances et engagements (nets) vis-à-vis de filiales en Suisse.
3 Comptoirs en Suisse des banques

4 Sans les crédits accordés à des filiales. Ces crédits entrent dans la composition des investissements directs.

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires
nd Chiffres non disponibles

Répartition par monnaies des actifs à l'étranger en milliards de francs¹

Tableau 5

	2000 ^r	Part en %	2001 ^p	Part en %	Variation en % par rapport à fin 2000
Investissements directs					
CHF	4,7	1,2	9,9	2,4	111,7
USD	94,3	24,7	98,8	23,8	4,8
EUR	117,6	30,8	120,6	29,0	2,5
Autres monnaies	165,3	43,3	186,4	44,8	12,8
Total	381,9	100,0	415,6	100,0	8,8
Investissements de portefeuille					
CHF	178,8	21,8	188,0	22,9	5,1
USD	244,6	29,8	249,4	30,4	1,9
EUR	269,2	32,8	283,4	34,5	5,3
Autres monnaies	128,2	15,6	99,6	12,1	-22,3
Total	820,8	100,0	820,3	100,0	-0,1
Autres actifs à l'étranger					
CHF	114,0	12,1	122,3	13,6	7,2
USD	386,3	41,0	360,8	40,2	-6,6
EUR	187,9	20,0	188,5	21,0	0,3
Autres monnaies	249,2	26,5	220,3	24,6	-11,6
Métaux précieux	3,7	0,4	5,1	0,6	36,2
Total	941,3	100,0	896,9	100,0	-4,7
Réserves monétaires					
USD	20,5	23,4	20,8	23,8	1,1
EUR	22,3	25,3	23,2	26,7	4,2
Autres monnaies	10,4	11,8	10,1	11,6	-2,4
Métaux précieux	34,7	39,5	33,0	37,9	-5,0
Total	87,9	100,0	87,1	100,0	-0,9
Total des actifs à l'étranger					
CHF	297,5	13,3	320,1	14,4	7,6
USD	745,7	33,4	729,7	32,9	-2,2
EUR	597,0	26,7	615,7	27,7	3,1
Autres monnaies	553,2	24,8	516,4	23,3	-6,6
Métaux précieux	38,5	1,7	38,1	1,7	-1,0
Total	2 231,9	100,0	2 220,0	100,0	-0,5

1 Les différences dans les totaux viennent du fait que les chiffres ont été arrondis.

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

Répartition par monnaies des passifs envers l'étranger en milliards de francs¹

Tableau 6

	2000 ^r	Part en %	2001 ^p	Part en %	Variation en % par rapport à fin 2000
Investissements directs					
CHF	143,8	101,2	149,7	99,9	4,1
USD	-0,2	-0,2	0,1	0,1	-141,7
EUR	-1,2	-0,9	-1,3	-0,9	9,2
Autres monnaies	-0,3	-0,2	1,3	0,9	-573,1
Total	142,1	100,0	149,8	100,0	5,5
Investissements de portefeuille					
CHF	592,8	88,0	508,2	86,6	-14,3
USD	27,2	4,0	30,9	5,3	13,5
EUR	37,1	5,5	35,7	6,1	-3,9
Autres monnaies	16,3	2,4	11,9	2,0	-27,0
Total	673,3	100,0	586,6	100,0	-12,9
Autres passifs envers l'étranger					
CHF	174,6	19,5	185,6	21,0	6,3
USD	351,0	39,2	373,1	42,3	6,3
EUR	136,6	15,3	163,5	18,5	19,7
Autres monnaies	223,4	25,0	148,9	16,9	-33,4
Métaux précieux	9,5	1,1	10,7	1,2	12,6
Total	895,0	100,0	881,9	100,0	-1,5
Total des passifs envers l'étranger					
CHF	911,2	53,3	843,5	52,1%	-7,4
USD	377,9	22,1	404,0	25,0%	6,9
EUR	172,5	10,1	197,9	12,2%	14,7
Autres monnaies	239,3	14,0	162,1	10,0%	-32,3
Métaux précieux	9,5	0,6	10,7	0,7%	12,6
Total	1 710,4	100,0	1 618,3	100,0%	-5,4

¹ Les différences dans les totaux viennent du fait que les chiffres ont été arrondis.

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

Modèles de prospection monétaire (search theory) et recherche économique appliquée

Marlene Amstad, Direction de la recherche, Banque nationale suisse, Zurich
et Aleksander Berentsen, Université Bâle

Les auteurs expriment leur reconnaissance à Aline Chabloz, Samuel Reynard, Enzo Rossi et Marcel Savioz pour leurs commentaires et suggestions.

La Banque nationale suisse (BNS) a accueilli le colloque d'économie monétaire «BNS-Banque de Réserve fédérale de Cleveland» durant l'été 2002. Ces dernières années est apparue une nouvelle approche de la théorie monétaire: les modèles de prospection monétaire (Search Theory). En peu de temps, cette approche s'est établie comme un courant important de la théorie monétaire. Toutefois, elle n'a jusqu'à maintenant guère exercé d'influence sur les modèles empiriques dont se sert la politique monétaire. C'est pourquoi les organisateurs David Altig (Banque de la Réserve Fédérale de Cleveland), Alexander Berentsen (Université de Bâle) et Thomas Jordan (BNS) ont axé les discussions sur l'interface entre les modèles de prospection monétaire et la recherche économique appliquée.

Le présent aperçu est structuré de la manière suivante: il débute par une brève description des objectifs et des problèmes liés à ces modèles, et se poursuit par une présentation des articles présentés lors du colloque.

«Au commencement, l'homme vivait dans une économie de troc; en raison de la division du travail, la monnaie est apparue.» Nombre d'économistes se satisfont de cette brève justification de l'usage de la monnaie. Par contraste, les modèles de prospection monétaire remontent à la genèse de la monnaie; ils s'efforcent de ne pas considérer la monnaie simplement comme un phénomène qui va de soi (en l'incluant, par exemple, dans la fonction d'utilité), mais de fonder son existence sur le plan microéconomique comme réaction aux frictions constatées en matière d'information. Neil Wallace, un des pionniers de cette approche, a décrit les modèles de prospection monétaire comme des laboratoires. Les économistes de cette orientation peuvent être comparés à des biologistes. Ils contrôlent les conditions qui règnent dans leur laboratoire. Ils s'intéressent aux agents économiques et à leurs rapports avec la monnaie. Ils examinent quand la monnaie est utilisée pour échanger des biens, et déterminent les frictions qui entravent l'échange monétaire ou l'empêchent même complètement. Leur objectif consiste à élaborer de nouvelles connaissances fondamentales. En revanche, on peut comparer les macroéconomistes monétaires et les dirigeants de banques centrales aux médecins des urgences. Ces derniers sont «sur le terrain» et doivent prendre des décisions monétaires sans pouvoir connaître tous les tenants et aboutissants d'une question. Généralement, les recherches en laboratoire restent un peu mystérieuses. C'est pour cela que nous allons tout d'abord présenter les fondements des modèles de prospection monétaire.

1.1 Les fondements des modèles de prospection monétaire

Les modèles de prospection monétaire sont un secteur de recherche relativement récent. Cette nouvelle approche traite des conditions d'introduction et de disparition d'une monnaie. Cette dernière a trois fonctions. Elle constitue un moyen d'échange, elle sert d'unité de compte et de moyen de préservation de la valeur. Ces deux dernières fonctions peuvent être insérées de manière relativement simple dans un modèle. Par contre, la modélisation de la fonction de transaction relève du défi. Karl Brunner et Alan Meltzer avaient déjà constaté: «One of the oldest unresolved problems of monetary theory is to explain

1 Citation de Nagatani (1978, p. 1).

the use and holding of money.»³ La difficulté de modéliser l'utilité de la monnaie provient du fait que celle-ci n'est pas un bien habituel. L'utilité des biens découle directement de leur consommation. Or, l'utilité de la détention de monnaie n'apparaît qu'indirectement puisque cette dernière sert uniquement à acheter des biens de consommation. Un modèle dans lequel la monnaie a une place appropriée doit donc comporter une théorie microéconomique de l'échange.

L'emploi d'un moyen de paiement signifie que les participants acceptent le même bien comme monnaie. Pour ce faire, certaines conditions doivent régner, conditions qui sont négligées par la plupart des modèles macroéconomiques de type walrasien. Ces derniers présument que les biens et services s'échangent uniquement contre de l'argent (modèles de «cash-in-advance»)² ou que la monnaie a une fonction d'utilité directe (modèles de «money in the utility function»). Ces modèles ne permettent pas d'étudier la possibilité d'une perte de confiance en une monnaie (crise monétaire) ni des conséquences qui en découlent pour l'échange, l'apparition ou la disparition de monnaies parallèles. Ils ne sont également d'aucune aide pour déterminer les conditions d'un lancement réussi d'une nouvelle monnaie telle que l'euro. Les modèles de prospection monétaire tentent de combler ces lacunes de la théorie traditionnelle.

Le premier objectif, de la théorie monétaire et en particulier des modèles de prospection monétaire, est de déceler les frictions qui font de la monnaie un élément essentiel. La monnaie est nécessaire lorsqu'elle permet des allocations qui ne seraient pas possibles en son absence, les restrictions à la participation des agents économiques étant alors enfreintes.³ Dans une économie walrasienne exempte de frictions, il n'y a pas de problèmes d'information; tout agent peut, à tout moment, conclure des contrats avec les autres et en imposer l'exécution. Dans une telle économie, la monnaie n'est pas essentielle. Le vendeur remet la marchandise demandée sans exiger d'argent. En raison des informations parfaites, ce dernier est certain que l'acheteur est d'accord et en mesure (contrats imposables) de lui procurer ultérieurement le bien souhaité. Dans une telle économie absente de frictions, toute allocation des biens qui remplit les conditions de participation des agents économiques peut également s'effectuer sans moyens de paiement. Seule l'apparition de frictions rend la monnaie indispensable.

Le deuxième objectif des modèles de prospection monétaire consiste à examiner dans quelle mesure on peut admettre les simplifications (short

cuts) utilisées dans la macroéconomie traditionnelle, à savoir la manière simplifiée de modéliser la monnaie dans les modèles macroéconomiques classiques. Il faut notamment se demander à quel point ces simplifications faussent les résultats des recherches empiriques. La thèse principale de l'approche suivie par les modèles de prospection monétaire est que la structure microéconomique de l'économie – plus particulièrement du secteur financier – et le type de frictions en matière d'information influent sur le mécanisme de transmission et, partant, sur l'efficacité des mesures monétaires. Les études figurant ci-après montrent notamment que les effets de la politique monétaire dépendent du fait que les obligations soient acceptées ou non comme moyen de paiement. Ces études suggèrent aussi que la réduction du bien-être due à l'inflation est beaucoup plus importante si l'on tient compte des impacts microéconomiques.

Dans une série d'articles précurseurs et à partir de nombreux travaux antérieurs, Kyotaki et Wright (1989, 1991, 1993) ont élaboré les lignes directrices de l'approche suivie par les modèles de prospection monétaire. Dans ces modèles, des participants hétérogènes à l'échange se rencontrent par hasard. Il s'ensuit le problème classique de l'impossibilité d'échanger en raison de l'absence de double coïncidence des désirs (double-coincidence of wants). L'approche de la prospection monétaire suggère qu'un moyen d'échange généralement accepté peut résoudre ce problème et permet d'accroître le bien-être en réduisant les coûts de recherche d'une transaction réussie. Les éléments fondamentaux des modèles de l'approche de prospection monétaire sont les propriétés des biens échangés, ainsi que le nombre d'agents, leur espérance de vie et leurs interactions, l'intensité de leurs recherches, leur niveau de spécialisation. Les éléments peut-être les plus importants sont les anticipations endogènes des agents économiques, décisives pour l'acceptation d'un moyen de paiement, et le type de frictions en matière d'information qui rendent l'échange difficile.

2 Les modèles «cash-in-advance» font une distinction spatiale et temporelle entre le marché des biens et le marché monétaire. De plus, ils supposent implicitement que l'argent est nécessaire au marché des biens.

3 Une restriction à la participation implique notamment qu'aucun agent économique ne peut être forcé d'accepter un échange et que, partant, toute transaction est volontaire.

1.2 Apport du fondement microéconomique à la recherche monétaire

En comprenant les conditions dans lesquelles l'échange monétaire a lieu, nous acquérons une meilleure compréhension du mode de fonctionnement et des lacunes d'un système monétaire. L'utilité d'un fondement microéconomique a deux aspects principaux:

- (a) Dans la théorie monétaire traditionnelle, la monnaie est simplement introduite comme argument dans la fonction d'utilité ou de la production. La monnaie est utile par définition. Si l'on disposait toutefois d'une information parfaite, la monnaie serait superflue.⁴ Un modèle (walrasien) à échanges sans frictions qui recourt à la monnaie n'est donc pas cohérent. Le fondement microéconomique permet d'éviter de telles inconsistances.⁵
- (b) Une théorie monétaire étayée par la microéconomie est, de surcroît, à même de procurer une vue approfondie sur des questions économiques fondamentales. Parmi celles-ci figurent les problèmes suivants: quels effets exercent les chocs monétaires sur les divers secteurs économiques? Quels agents économiques – tels que les entreprises/ménages ou les agents économiques riches/pauvres – supportent les coûts de l'inflation? Comment les structures microéconomiques du secteur financier (mécanismes de transmission) influent-elles sur l'efficacité de la politique monétaire (rôle de la monnaie interne et de la monnaie externe par exemple⁶)? Pourquoi les nouveaux moyens de paiements numériques (paiements électroniques, etc.) se sont-ils si mal imposés? Comment introduit-on une nouvelle monnaie avec succès? Quelles sont les conséquences économiques d'une monnaie commune ou de la dollarisation telle qu'elle existe dans quelques pays d'Amérique latine?

1.3 Interface entre les modèles de prospection monétaire et la théorie monétaire macroéconomique classique

L'approche suivie par les modèles de prospection monétaire et celle de la théorie monétaire macroéconomique conventionnelle se complètent. On verra comment se développeront leurs rapports à l'avenir. L'approche de prospection monétaire opère de bas en haut (bottom-up). Elle se penche sur les relations microéconomiques et le mode de fonctionnement du système monétaire. Elle ne part pas de marchés fonctionnant sans frictions (walrasiens), mais traite explicitement des diverses frictions en matière d'information que connaît la vie économique. Les comportements individuels sont essentiels. Inversement, la macroéconomie monétaire procède de haut en bas (top-down). Elle se concentre sur la simulation et la prévision de données agrégées, l'utilité de la monnaie étant postulée par définition. Or, si les deux approches ont un même objet d'étude, à savoir l'économie monétaire, leur perspectives diffèrent. Alors que les modèles de prospection monétaire recherchent les raisons de l'existence de systèmes monétaires, les macroéconomistes traditionnels ont pour objectif d'émettre des recommandations de politique économique. Les résultats de ces deux approches ne sont pas indépendants l'un de l'autre. L'efficacité de la politique économique dépend notamment du développement et du mode de fonctionnement du système monétaire. Pour sa part, celui-ci influe sur les mesures de politique économique.

4 En cas d'information parfaite, les demandeurs, les offreurs et les termes de l'échange sont connus. Le détournement par la monnaie est ainsi superflu et un pur système de troc remplacerait le système monétaire. Une information parfaite sur les marchés locaux permet la mise en place d'associations locales de troc, tel le cercle économique WIR

fondé en 1934, la plus grande organisation de troc de Suisse.

5 Voir Wallace (2001).

6 La monnaie interne est celle qui, bénéficiant d'une garantie, peut être échangée contre un autre bien (billets de banque avec couverture-or par exemple). La monnaie externe est celle qui ne bénéficie pas d'une telle garantie (billets de banque suisses depuis l'abandon de la couverture-or, par exemple).

2 Articles présentés lors du colloque

Cette section présente quelques-uns des articles discutés lors du colloque⁷. Toutefois, ceux-ci ne sont pas résumés complètement, les abstracts étant disponibles sur le site www.moneyworkshop.ch. La présente section entend plutôt donner un aperçu de quelques thèmes actuels de la recherche économique monétaire.

Nous nous pencherons tout d'abord sur les contributions des modèles de prospection monétaire. On peut comprendre ces modèles comme une justification du fondement microéconomique de la théorie monétaire et comme une discussion explicite sur les frictions en matière d'information⁸. Un tel fondement microéconomique

- évite les incohérences et permet de jeter un regard approfondi sur la politique monétaire (Wallace),
- explique quand une bonne monnaie en chasse une moins bonne et réciproquement (Camera, Craig, Waller),
- permet d'examiner l'efficacité de mesures de politique monétaire soit lorsque seule la «fiat money»⁹ est acceptée comme moyen d'échange ou quand des obligations le sont également (Shi),
- permet le développement d'un cadre pour les modèles microéconomiques de prospection monétaire qui soit également approprié à des fins d'analyse politique (Lagos et Whright).

Les contributions qui se rangent dans la catégorie de la macroéconomie monétaire traditionnelle se rapportent aux thèmes suivants:

- Effets d'une estimation imprécise de la production potentielle sur la politique monétaire (Jordan, Kugler, Lenz, Savioz)
- Inflation et inégalité (Albanesi)
- Interprétation de divers types de chocs dans un modèle d'équilibre général (Altig, Christiano, Eichenbaum, Linde)
- Cours des actions et politique monétaire (Carlstrom, Fuerst)
- Pourquoi une union monétaire a-t-elle du succès alors qu'une autre n'en a pas? (Chari, Kehoe)

7 Cette section se base sur les versions encore provisoires de ces articles.

8 Pour un aperçu général des arguments en faveur du fondement microéconomique, voir Wallace (2001).

9 La «fiat money» est un moyen de paiement sans valeur intrinsèque et dépourvu de couverture.

2.1 Contributions des modèles de prospection monétaire

Le nombre de modèles monétaires fondés sur la microéconomie est déjà élevé et augmente constamment. En raison de cette multiplicité, il faut établir un schéma pour comparer les différents modèles et les évaluer. Dans *«General Features of Monetary Models and their Significance»*, Neil Wallace élabore un cadre permettant de déterminer quels sont les modèles fondés «sur des bases microéconomiques solides». Selon lui, les modèles doivent remplir deux conditions pour pouvoir être considérés comme «solides». Premièrement, la manière dont les agents (acheteurs et vendeurs de biens) utilisent la monnaie doit être modélisée de manière explicite. Deuxièmement, la monnaie doit avoir une fonction essentielle, de sorte que certaines allocations de biens ne peuvent avoir lieu sans «fiat money». Les modèles de «cash-in-advance» et ceux qui utilisent comme arguments la détention réelle de monnaie dans la fonction de production ou d'utilité ne satisfont pas à la première condition. Les modèles qui décrivent une des nombreuses autres voies visant à échanger des biens sans monnaie ne remplissent pas la seconde. Si seuls les modèles qui remplissent ces deux conditions sont considérés comme «solides», c'est parce qu'ils aident à éviter des inconsistances implicites. De plus, ils ouvrent de nouvelles perspectives. Dans un modèle monétaire dans lequel la monnaie est nécessaire, il ne peut notamment pas y avoir de marchés de crédit parfaits, puisque des informations parfaites et exhaustives en seraient la condition. Dans un modèle prenant en compte la monnaie, l'imperfection des marchés de crédit, observable dans la réalité, doit ainsi être modélisée. Il faut remarquer qu'en cas de manque de transparence (monitoring), la politique fiscale devient malaisée, l'encaissement des impôts étant rendu considérablement plus difficile. En conséquence, les propriétés qui font que la monnaie existe déterminent aussi le mode de fonctionnement des marchés de crédit et les possibilités de prendre des mesures de politique économique.

Les modèles microéconomiques fondés sur des bases microéconomiques solides se classent sur la base de trois propriétés:

(a) *L'ampleur et le type d'incertitude idiosyncratique.*

Les modèles de prospection monétaire examinent souvent des situations dans lesquelles les agents disposent de quantités de monnaie et de biens différentes. Cette inégalité entre les agents économiques provient de leurs possibilités de négoce

diverses qui s'expliquent par diverses formes d'incertitudes. Ces dernières sont modélisées comme une rencontre accidentelle des agents ou comme des chocs au niveau des préférences.

- (b) Le *degré de «monitoring»*. Celui-ci dépend de la possibilité ou non d'observer les actions passées et, partant, du fait que ces dernières peuvent être considérées ou non comme connues de manière générale. Le degré du «monitoring» détermine le degré de frictions présentes sur les marchés de crédit. Sans monitoring, personne n'octroierait de crédit, alors que la monnaie ne serait pas nécessaire si le monitoring était parfait. Du fait que la monnaie et le crédit sont observables dans la réalité, un modèle «solide» doit comprendre un «monitoring» cohérent et «moyen».
- (c) *L'ampleur du groupe de négoce*, tel un négoce par couple ou centralisé. Cette propriété détermine la multiplicité des résultats de négoce possibles.

La concurrence entre les monnaies fait l'objet de l'article suivant. Pour comprendre la genèse de la monnaie, il faut expliquer ce qui se passe lorsque deux biens peuvent obtenir le statut de monnaie. C'est le niveau des frais de détention de la monnaie qui permet de distinguer une bonne monnaie d'une moins bonne. Le risque de dévalorisation de la première est inférieur à celui de la deuxième. L'hypothèse d'une détention rationnelle de monnaie n'est pas contestée. Conformément à cette hypothèse, les participants au marché s'efforcent de se débarrasser de la monnaie la plus faible. Comme tous le tentent, celle-ci est davantage en circulation. En revanche, on garde la bonne monnaie pour la consommation future. Selon la loi de Gresham, la monnaie la plus faible chasserait ainsi la bonne. Cette affirmation contredit l'observation selon laquelle, dans les pays en développement, il circule davantage de dollars que de faible monnaie locale. Hayek (1976) a alors émis l'hypothèse opposée selon laquelle la bonne monnaie chasserait la plus faible.

Dans leur article intitulé *«Gresham's Law versus Currency Competition»*, Gabriele Camera, Ben Craig et Chris Waller tentent d'expliquer cette contradiction. Pour ce faire, ils construisent un modèle de prospection monétaire pour un pays dans lequel circulent deux monnaies auxquelles sont attachés des risques différents. Les auteurs examinent dans quelles conditions la loi de Gresham ou le modèle de concurrence des monnaies d'Hayek correspond à l'équilibre. Il s'avère plus difficile de faire en sorte que le modèle reproduise, à l'équilibre, le schéma de circulation de la monnaie selon Gresham. La seule manière d'y parvenir est de supposer que le désavantage relatif des coûts liés à la monnaie la moins bonne est faible. Cette hypothèse peut être justifiée du fait que l'acheteur de biens transfère le risque au vendeur en dépensant en premier lieu la monnaie la plus risquée. Dans ces conditions, ce dernier exige un prix supé-

rieur, ce qui occasionne une perte de consommation pour l'acheteur. Selon l'importance de cette perte, celui-ci est incité à utiliser tout d'abord la (bonne) monnaie la moins risquée. Si ce modèle est relativement abstrait, il montre néanmoins dans quelle mesure et dans quel laps de temps le dollar s'impose dans les pays en développement. Ces estimations chiffrées suggèrent également que la vitesse de circulation de la monnaie locale ne diminue que si le risque qui en dépend augmente considérablement ou si les marchés subissent des frictions croissantes.

Outre les monnaies étrangères et locales, les papiers valeurs issus par l'Etat entrent parfois en concurrence comme moyens d'échange. Dans *«Nominal Bonds and Interest Rates in Search Economy»*, Shouyong Shi examine le rôle d'emprunts publics porteurs d'intérêts exempts de risques. Ces obligations ne sont pas considérées comme équivalentes à de la monnaie dans la théorie monétaire traditionnelle. Cette dernière part de l'idée que seule la «fiat money» est acceptée comme moyen de paiement sur le marché des biens. Cette supposition ne pose pas de problèmes tant que l'efficacité des mesures de politique monétaire n'en dépend pas. Pour examiner cette question, Shi présente deux modèles dans lesquels la «fiat money» est en équilibre avec des emprunts publics porteurs d'intérêts exempts de risques. Dans le premier modèle, des obligations arrivées à échéance sont utilisées comme parfait substitut à la monnaie. Un tel modèle se caractérise par une continuité d'équilibres. Dans le second modèle, aucune obligation arrivée à maturité ne circule sur le marché des biens et il y a seulement un équilibre stationnaire. Dans ce second modèle, il n'y a également pas de restrictions empêchant que des obligations arrivées à maturité circulent comme moyens de paiement sur le marché des biens de façon similaire à la monnaie. De plus, des obligations porteuses d'intérêts qui viennent d'être émises sont négociées, dans les deux modèles en équilibre, avec un abattement égal à l'intérêt.

Shi examine les effets de diverses mesures de politique monétaire. Des différences particulièrement fortes apparaissent en cas d'opérations d'open market. Dans le premier modèle, une augmentation permanente des ventes d'obligations accroît l'inflation. La production réelle ou la consommation ne change pas. Inversement, une vente d'obligations exerce des effets réels dans le second modèle. Des prélèvements de monnaie sur l'économie réduisent l'inflation et accroissent la production réelle. Shi démontre ainsi que la politique monétaire exerce des effets différents si la monnaie est utilisée comme moyen de paiement unique ou si des obligations sont également acceptées sur le marché des biens. Il en résulte que le rôle d'obligations comme moyens de paiement doit non pas être fixé de manière exogène, mais être déterminé à l'intérieur du modèle.

L'analyse des effets qu'exercent des mesures de politique monétaire dans les modèles de prospection monétaire constitue un grand défi. «*A Unified Framework for Monetary Theory and Policy Analysis*» de Ricardo Lagos et Randall Wright a pour objectif d'élaborer un cadre – dans lequel la monnaie est essentielle – qui permette d'examiner des questions de politique monétaire comme dans des modèles macroéconomiques classiques. La difficulté est de modéliser la monnaie comme parfaitement divisible.¹⁰ Jusqu'à présent, les modèles de prospection monétaire comportant une monnaie parfaitement divisible comprenaient des fonctions de demande de monnaie très complexes qui ne pouvaient être calculées que numériquement. Shi (1997) constitue la seule exception en ce sens qu'il évite ce problème en structurant les agents par l'introduction de «grands ménages». Pour parvenir à une solution plus simple, Lagos et Wright recourent à une autre astuce. Contrairement aux modèles traditionnels de prospection monétaire, ils supposent qu'un commerce centralisé est instauré entre les phases de négociation qui ont lieu de manière décentralisée. A la fin d'une période de commerce décentralisé, les montants de monnaie sont distribués de manière différente entre les agents. Le commerce centralisé assure que tous ces derniers disposent à nouveau d'un montant identique. Ainsi, les auteurs établissent de nouveau un modèle avec un agent représentatif, tel qu'il figurait habituellement dans la plupart des modèles macroéconomiques classiques. Si ce retour à une situation comprenant un agent représentatif n'est possible qu'à l'aide d'hypothèses restrictives, il a l'avantage non négligeable de grandement simplifier l'analyse de la politique monétaire. Leur modèle continue de se baser sur des frictions microéconomiques, mais permet des analyses intéressantes de politique monétaire.

Afin de prouver que leur modèle permette d'examiner également des questions empiriques de politique économique, les deux auteurs le calibrent de manière à estimer les effets (négatifs) de l'inflation sur le bien-être.¹¹ A leur surprise, ils constatent que ceux-ci sont beaucoup plus importants que les modèles macroéconomiques walrasiens ne le prévoyaient. Les auteurs démontrent que, sur le plan de l'échange, l'inflation cause des biais beaucoup plus importants que supposés. Ainsi, une théorie monétaire fondée sur la microéconomie et sur la modélisation explicite des frictions en matière d'information arrive à des conclusions quantitatives fort différentes de celles auxquelles parvient la macroéconomie traditionnelle.

10 Dans un modèle de prospection monétaire comportant une monnaie parfaitement divisible, les difficultés suivantes apparaissent dans l'analyse: premièrement, une distribution non dégénérée de la monnaie se forme, cette dernière étant difficile à déterminer; deuxièmement, la loi du prix unitaire (the law of one price) ne s'applique plus, les solu-

tions de négoce dépendant de la quantité de monnaie à disposition des agents économiques qui se rencontrent. Pour éviter ces problèmes, les anciens modèles de l'approche de prospection monétaire avaient supposé que la monnaie n'était pas divisible. De plus, les hypothèses relatives à la détention de monnaie par les agents économiques étaient restrictives.

2.2 Contributions ne ressortant pas de l'approche de prospection monétaire

Dans le nouveau concept de la BNS, les prévisions de l'inflation sont l'indicateur le plus important de la politique monétaire. Toute prévision fait face cependant au même dilemme. La fiabilité des résultats dépend des données utilisées. Un test important de la fiabilité des modèles et des recommandations auxquelles ils conduisent consiste à examiner la sensibilité des résultats obtenus à des modifications dans les données utilisées. Dans «*Measurement Errors in GDP and Forward-Looking Monetary Policy: The Swiss Case*», Thomas J. Jordan, Peter Kugler, Carlos Lenz et Marcel Savioz examinent quelle importance donner à l'activité économique dans les règles de politique monétaire prospectives lorsque l'on tient compte du fait que la mesure de la production est entachée d'erreurs. En pratique, ces dernières résultent surtout de révisions de données et d'erreurs d'estimation faites au moment de l'analyse en raison du faible rythme de collecte et de publication des données relatives à la production. Les chiffres du renchérissement étant prélevés assez fréquemment et peu révisés, les erreurs d'estimation dans l'indice des prix à la consommation sont de moindre importance. Pour examiner cette question, les auteurs utilisent un modèle VAR structurel. Sans erreurs de mesure, un «trade-off» se forme entre la volatilité de l'inflation et celle de la production. Si la politique monétaire se concentre sur la stabilisation de la production, il en résulte une forte volatilité de l'inflation. Si, en revanche, la priorité est donnée à l'objectif d'inflation, la volatilité de la production est élevée. Dès que la détermination de la production est entachée d'erreurs, ce «trade-off» disparaît en règle générale. Dans ce cas-là, un accroissement de la volatilité de la production n'est pas accompagné d'une réduction de la volatilité de l'inflation, mais au contraire d'une augmentation. Cet article montre également qu'une appréciation erronée de la production potentielle exerce les mêmes effets qu'une fausse estimation de la production. La politique monétaire réagit à un mauvais signal et accroît ainsi la volatilité de la production et de l'inflation.

Dans «*Inflation and Inequality*», Stefania Albanesi attribue les différences quant au niveau d'inflation aux moyens de paiement utilisés, ceux-ci étant par ailleurs dépendants du revenu. De nombreuses études estiment que la détention de monnaie est moins coûteuse pour les couches supérieures de

Ces modèles ont donc très bien expliqué la nature intrinsèque d'une économie monétaire, mais ne permettaient que peu d'examiner les mesures de politique monétaire. Lagos et Wright (2002) s'efforcent d'éviter ces difficultés et, simultanément, de conserver l'essentiel des modèles de prospection monétaire.

11 Il s'agit d'une question classique de la théorie monétaire empirique. On trouvera chez Lucas (2000) un aperçu de la recherche effectuée jusqu'à présent à ce sujet.

revenus que pour les couches inférieures. A cet égard, deux explications principales sont avancées. La première suggère que les rendements marginaux de la gestion des liquidités croissent avec la quantité d'argent. Selon la deuxième, les personnes à hauts revenus ont un accès facilité aux innovations de technique financière, ces dernières leur permettant de s'assurer contre le risque d'inflation. Ainsi, par rapport à leurs avoirs, les couches inférieures de revenus détiennent, en règle générale, davantage d'espèces. Elles pâtissent donc directement de l'inflation, une forte inflation accroissant par là même l'inégalité des revenus.

Cette corrélation positive entre inflation et inégalité des revenus ressort clairement d'une étude comparative entre divers pays. Par ailleurs, cette constatation s'applique à diverses mesures de l'inégalité des revenus. Selon Albanesi, cette corrélation entre inflation et inégalité des revenus prend naissance dans le conflit de répartition se rapportant au mode de financement des dépenses publiques. L'Etat peut financer ces dernières par les impôts ou au moyen de l'inflation. Le processus de décision politique détermine le choix de politique fiscale et, partant, fixe indirectement le niveau acceptable d'inflation. Ce processus de décision est modélisé comme un jeu de négociations séquentielles, l'influence politique étant représentée comme fonction de la force économique. Les couches inférieures de revenus sont davantage incitées à s'opposer à l'inflation, mais ont une plus faible position de négociation. Le fait qu'un haut niveau d'inflation règne souvent dans des pays à grandes inégalités de revenus est donc attribué à des différences aux niveaux de la détention de monnaie et de l'influence exercée sur le processus de décision politique.

Dans *«An Estimated Dynamic, General Equilibrium Model for Monetary Policy Analysis»*, David Altig, Larry Christiano, Martin Eichenbaum et Jesper Lindé élaborent un modèle d'équilibre général dynamique comportant de nombreuses frictions, telles des rigidités des prix et des salaires à la manière de Calvo.¹² Leur modèle permet d'examiner les chocs sur les marchés financiers, notamment les chocs de politique monétaire, ainsi que d'autres chocs (chocs technologiques passagers et permanents, chocs au niveau du pouvoir détenu par des entreprises ou des travailleurs). Les auteurs représentent la réaction aux divers types de chocs au moyen d'un modèle VAR. Ensuite, les paramètres d'un modèle d'équilibre dynamique sont fixés de telle façon que les réactions dynamiques résultant du modèle VAR soient reproduites le plus exactement possible.

12 Calvo (1983) modélise la rigidité des prix et des salaires. Cette rigidité a pour conséquence que seul un nombre déterminé de travailleurs peut modifier les salaires à tout moment. Les autres salaires évoluent parallèlement à l'inflation.

Les résultats obtenus à partir de ces modèles montrent que des chocs de politique monétaire ne peuvent expliquer qu'une petite partie de la variance de la production. En revanche, les chocs technologiques en expliquent environ la moitié. Toutefois, ces derniers ont des effets à long terme et ne peuvent donc pas expliquer la dynamique à court terme résultant du cycle conjoncturel.

Les auteurs prédisent de surcroît qu'un choc technologique positif entraîne une augmentation de la production, de l'utilisation du capital, de l'investissement et de l'emploi, ce contrairement aux modèles de l'approche «Real Business Cycle». Cette prédiction découle de l'hypothèse selon laquelle les banques centrales accroissent la masse monétaire en cas de choc technologique positif. Un tel choc monétaire générateur d'expansion et induit par la politique monétaire provoque une augmentation passagère de la consommation, de l'investissement, de l'emploi et de l'occupation des capacités techniques. Les taux d'intérêt diminuent. Le taux d'inflation baisse brièvement avant d'augmenter lentement et continuellement pour atteindre son sommet environ deux ans après le choc. Lors d'un choc technologique positif, l'effet favorable sur l'emploi provoqué par la politique monétaire prévaut sur l'impact négatif dû à l'augmentation de la productivité.

Récemment s'est posée la question de savoir quelle devait être la réaction de la banque centrale à l'évolution de la Bourse. Bernanke et Gertler (2001) ont examiné la manière dont agissent diverses règles de politique monétaire avec ou sans prise en compte de cette évolution. Ces auteurs sont parvenus à la conclusion qu'une banque centrale ne devrait pas réagir directement à l'évolution de la Bourse. La hausse du cours des actions accroît la demande et a finalement un effet inflationniste. Dans une règle de Taylor traditionnelle, les cours des actions sont donc déjà pris en considération dans la mesure où ils se répercutent sur l'inflation. Selon ces auteurs, une plus ample prise en compte est ainsi superflue. Dans *«Imperfect Capital Markets and Nominal Wage Rigidities»*, Charles T. Carlstrom et Timothy S. Fuerst examinent la même question à partir d'un modèle d'équilibre général. Ce modèle suppose un marché des capitaux imparfait (les demandeurs n'obtiennent pas tout le crédit souhaité). La valeur nominale des salaires est de surcroît rigide à la manière de Calvo. Dans ces conditions, les auteurs estiment qu'une banque centrale accroît le bien-être social en tenant compte du cours des actions. Ils l'expliquent par le fait que, sur des marchés imparfaits, ces cours influent

sur les capacités de financement des entreprises et peuvent, par conséquent, exercer des effets réels. Ceux-ci, à leur tour, peuvent inciter un institut d'émission à intervenir.

Pourquoi une union monétaire a-t-elle du succès alors qu'une autre est vouée à l'échec? Dans *«Time Inconsistency and the Incentives for Free-Riding in a Monetary Union»*, V.V. Chari et Patrick J. Kehoe prétendent qu'un élément important permettant de répondre à cette question est la cohérence de la politique monétaire au cours du temps. Si cette cohérence fait défaut, un problème de «free rider» apparaît. Lorsque chaque Etat d'une union monétaire prend ses décisions de manière autonome en matière de politique budgétaire, de réglementation des banques opérant sur l'ensemble de l'union et de politique du marché de l'emploi, les Etats sont incités à faire des choix de politique non monétaire qui aboutissent à une inflation plus élevée qu'en cas de coopération entre les Etats.

Alors que les avantages d'une politique économique relâchée sont récoltés au niveau des Etats, les frais ultérieurs résultant d'une accélération de l'inflation sont supportés par l'Union. Cette incohérence temporelle peut être évitée si des restrictions sont imposées à la politique non monétaire, telles qu'une limite de l'endettement. Toutefois, ces conditions ne sont pas toujours adéquates. Si une union monétaire parvient à mener une politique monétaire cohérente dans le temps (grâce, notamment, à une banque centrale indépendante ou à une coordination de la politique budgétaire), une limitation du taux d'endettement n'est pas appropriée étant donné qu'elle entraîne des frais supplémentaires. Ainsi, la meilleure stratégie pour assurer la réussite d'une union monétaire dépendra directement du niveau de coopération qu'acceptent les Etats membres dans les questions de politique autres que monétaire. Le cas d'application le plus notable de ce modèle est celui de l'Union économique et monétaire européenne. L'article mentionne également d'autres exemples. Le problème du risque moral du Fonds monétaire international pourrait, par exemple, être analysé à l'aide de ce modèle.

3 Conclusions

Une vaste gamme d'articles scientifiques a enrichi le colloque. A l'avenir, il serait judicieux de combiner les thèmes théoriques et appliqués. Quelques pistes s'imposent d'elles-mêmes. L'approche de prospection monétaire serait notamment adéquate pour analyser le mécanisme de transmission de la politique monétaire et examiner plus avant les frictions microéconomiques en matière d'information qui exercent un effet asymétrique sur la politique monétaire. Des questions relatives à l'euro pourraient également être abordées. Comment la confiance dans l'euro et, partant, sa stabilité vont-elles se modifier lors de l'élargissement de l'Union? Comment le rapport de concurrence entre l'euro et le dollar se développe-t-il? Finalement, l'approche de prospection monétaire permet d'expliquer les raisons du succès et de l'échec de nouveaux moyens de paiement, tels que la monnaie électronique (e-cash). A l'avenir, il serait souhaitable d'appliquer plus avant les concepts théoriques de cette nouvelle approche à des questions pratiques afin de mieux appréhender les économies monétaires.

Références bibliographiques

Bernanke, B. et Gertler, M. 2001. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices. *American Economic Review Papers and Proceedings* 91:253–257.

Calvo, G.A. 1983. Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework. *Journal of Monetary Economics* 12: 383–398.

Hayek, F.A. von. 1976. Denationalisation of Money. *Hobart Paper Special 70. Institute of Economic Affairs London.*

Kyotaki, N. et Wright, R. 1989. On money as a medium of exchange. *Journal of Political Economy* 97: 927–954.

Kiyotaki, N. et Wright, R. 1991. A contribution to the pure theory of money. *Journal of Economic Theory* 53: 215–235.

Kiyotaki, N. and Wright, R. 1993. A search-theoretic approach to monetary economics. *American Economic Review* 83: 63–77.

Lucas, R. E. 2000. Inflation and Welfare. *Econometrica* 68: 247–274.

Nagatani, K. 1978. *Monetary Theory*. North Holland.

Shi, S. 1997. A divisible Search Model of Fiat Money. *Econometrica* 64(1): 75–102.

Wallace, N. 2001. Whither Monetary Economics. *International Economic Review* 42(4): 847–869.

Articles présentés lors du colloque:

Albanesi, S. February 2002. Inflation and Inequality.

Altig, D., Christiano, L.J., Eichenbaum, M. et Linde, J. June 16, 2002. An Estimated Dynamic, General Equilibrium Model for Monetary Policy Analysis. Preliminary and incomplete draft.

Camera, G., Craig, B. et Waller, C.J., January 2002. Gresham's Law versus Currency Competition.

Carlstrom, Ch.T. et Fuerst., T.S. June 11, 2002. Imperfect Capital Markets and Nominal Wage Rigidities. Preliminary and incomplete draft.

Chari, V.V. et Kehoe, P.J. June 2002. Time inconsistency and the incentives for free-riding in a monetary union.

Jordan, T.J., Kugler, P., Lenz, C. et Savioz, M. May 2002. Measurement Errors in GDP and Forward-Looking Monetary Policy: The Swiss Case. Preliminary Draft.

Lagos, R. et Wright, R. April 9, 2002. A Unified Framework for Monetary Theory and Policy Analysis.

Shi, S. 2002. Nominal Bonds and Interest Rates in Search Economy.

Wallace, N. June 11, 2002. General Features of Monetary Models and their Significance.

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

Dans son message du 20 novembre 2002, le Conseil fédéral a soumis aux Chambres fédérales le projet d'arrêté fédéral sur la reconduction de la participation de la Suisse aux Accords généraux d'emprunt (AGE) du 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 17 milliards de DTS 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 porte sur 1020 millions de DTS. Les AGE ont toujours été conclus pour une durée de cinq ans. Aussi, tous les cinq ans, la prolongation de la participation de la Suisse a-t-elle fait l'objet d'une décision des Chambres fédérales. Selon le projet d'arrêté fédéral, le Conseil fédéral pourra à l'avenir décider, en accord avec la Banque nationale, des futures reconductions de la participation de la Suisse aux AGE. Les actuels AGE arriveront à leur terme à fin 2003.

Reconduction des Nouveaux accords d'emprunt du FMI

Le 20 novembre, le Conseil fédéral a approuvé la prolongation, pour une nouvelle période de cinq ans, de la participation de la Suisse aux Nouveaux accords d'emprunt (NAE) du FMI. Les NAE en cours sont valables jusqu'à fin 2003. Ils sont entrés en vigueur en 1998. Grâce aux NAE, les ressources mises à la disposition du FMI, sur la base des AGE, pour des situations de crise sont portées de 17 milliards à 34 milliards de DTS, donc doublées. Jusque-là, les pays des AGE et quatorze autres (pays industrialisés et économies émergentes) participaient aux NAE. La ligne de crédit de la Banque nationale – pour les NAE également, celle-ci est l'institution participante – était de 1557 millions de DTS. Elle est ramenée à 1540 millions de DTS depuis que le Chili participe lui aussi aux NAE. Cette ligne de crédit constitue le plafond de la contribution suisse aux AGE et aux NAE, les deux possibilités n'étant pas cumulables.

Table des matières, 20^e année, 2002

Bulletin	Page	
1	8	Appréciation de la situation économique et monétaire
2	8	Appréciation de la situation économique et monétaire au milieu de l'année
3	8	Appréciation de la situation économique et monétaire
4	8	Appréciation de la situation économique et monétaire en fin d'année
1	10	Situation économique et monétaire en Suisse
2	12	
3	12	
4	12	
		Articles et exposés
4	76	Amstad Marlene et Aleksander Berentsen Modèles de prospection monétaire (search theory) et recherche économique appliquée
2	42	Belser Eduard Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse du 26 avril 2002
1	40	Jordan Thomas J., Peter Kugler, Carlos Lenz et Marcel R. Savioz Prévisions d'inflation par des modèles vectoriels autorégressifs
2	54	Kohli Ulrich Variations des termes de l'échange et PIB réel
2	64	Müller Robert Calcul des rendements obligataires publiés par la BNS
3	42	Ruoss Eveline et Marcel R. Savioz Quelle est la fiabilité des prévisions du PIB? Etude empirique pour la Suisse
2	46	Roth Jean-Pierre Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse du 26 avril 2002
3	64	Schwarz Umberto Le Fonds monétaire international comme prêteur international de dernier ressort
4	44	Evolution des investissements directs en 2001
4	68	La position extérieure nette de la Suisse en 2001
1	68	Chronique monétaire
2	74	
3	74	
4	86	

Editeur

Banque nationale suisse
Division économique
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, téléfax 0848 80 55 20

Prix

Fr. 25.- (étranger: fr. 30.-) par an
Pour les abonnés au Bulletin mensuel de statistiques économiques:
fr. 15.- (étranger: fr. 20.-) par an
Prix pour la Suisse, TVA comprise (2,4%)
Compte postal 80-148-3

Internet

<http://www.snb.ch>

