

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIONALA SVIZRA 

# Bulletin trimestriel



# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Mars                      1/1998                      16<sup>e</sup> année

Le Bulletin trimestriel prend le relais de «Geld, Wahrung und Konjunktur/Monnaie et conjoncture».  
Il paraît en allemand (ISSN 1423–3789) et en français (ISSN 1423–3797).



## Table des matières

4	Sommaire
5	Übersicht
6	Sommario
7	Abstracts
8	<b>Conclusions de politique monétaire</b>
10	<b>Situation économique et monétaire</b>
11	1 Environnement international
11	1.1 Conjoncture
12	1.2 Evolution monétaire
12	1.3 Crise en Asie de l'Est
13	1.4 Perspectives
15	2 Evolution monétaire
15	2.1 Agrégats monétaires
17	2.2 Crédits et marché des capitaux
20	2.3 Taux d'intérêt
22	2.4 Cours de change
23	3 Demande globale et production
23	3.1 Produit intérieur brut et production industrielle
25	3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes
28	3.3 Investissements
29	3.4 Consommation
30	4 Marché du travail
30	4.1 Emploi
30	4.2 Chômage
32	5 Prix
32	5.1 Prix à la consommation
33	5.2 Prix de l'offre totale
33	5.3 Perspectives en matière de renchérissement
34	<b>La politique monétaire en 1998</b> Exposé de Hans Meyer
42	<b>Les relations financières entre la Banque nationale suisse et le Fonds monétaire international</b> Article d'Irma Cruz
48	<b>La mobilité des capitaux au sein de l'Union européenne</b> Article d'Anne Kleinewefers Lehner
55	<b>Chronique monétaire</b>

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

La Banque nationale ne voit aucune raison de modifier sa politique monétaire dans un futur proche. La conjoncture suisse évolue favorablement; toutefois, les capacités de production excédentaires ne devraient se combler que lentement. La croissance prévisible de l'économie ne risque donc pas de mettre en danger la stabilité des prix. L'évolution de la monnaie centrale et de  $M_3$  n'appelle pas non plus un resserrement du cours de la politique monétaire. Au cas où le franc subirait de nouveau des pressions excessives à la hausse, la BNS serait prête à prendre les mesures qui s'imposent.

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

Au quatrième trimestre de 1997, l'évolution monétaire en Suisse a été marquée par le ralentissement de la progression des agrégats monétaires et la faiblesse persistante de l'augmentation des crédits bancaires. Pour les agrégats monétaires qui répondent à des définitions larges, la tendance au ralentissement a continué au début de 1998. En revanche, la croissance de la monnaie centrale s'est accélérée en janvier et en février. Cette accélération traduit l'approvisionnement généreux du marché en liquidités, la BNS ayant ainsi contrecarré la revalorisation du franc. Les taux d'intérêt à court terme se sont repliés nettement jusqu'à la mi-février, et le franc a faibli.

En Suisse, l'amélioration de la conjoncture s'est poursuivie au quatrième trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 2% par rapport à la période correspondante de 1996. Les exportations ont joué un rôle majeur dans l'accroissement du produit intérieur brut. La crise en Asie de l'Est a assombri les perspectives de croissance, mais elle ne devrait pas constituer une menace grave pour la poursuite de la reprise de la conjoncture. En outre, des impulsions plus fortes ont découlé de la demande intérieure. La consommation privée a retrouvé une certaine vigueur, et les tendances à la récession ont faibli dans la construction. La légère progression de l'emploi et la diminution du chômage montrent que la situation s'améliore graduellement sur le marché du travail.

## **La politique monétaire en 1998 (p. 34)**

Dans un exposé qu'il a présenté le 14 janvier 1998 à l'Université de Saint-Gall, M. Hans Meyer, président de la Direction générale de la Banque

nationale suisse, a décrit les caractéristiques de  $M_3$  en tant qu'indicateur de la politique monétaire. Lors de sa conférence de presse de décembre 1997, la Banque nationale avait annoncé son intention d'accorder une importance accrue à cet agrégat, étant donné que la monnaie centrale, son indicateur principal jusque-là, était devenue moins fiable. A moyen et long terme, un rapport assez stable peut être observé entre  $M_3$  et le niveau des prix. A court terme cependant, l'évolution de l'inflation ne peut être déduite mathématiquement de la progression de l'agrégat  $M_3$ . Ce dernier réagit lui aussi aux fluctuations des taux d'intérêt, ce qui peut rendre plus difficile l'interprétation de la masse monétaire. La BNS doit par conséquent recourir à d'autres indicateurs, tels les capacités de production non utilisées, la situation régnant sur le marché du travail, les cours de change et les taux d'intérêt à long terme.

## **Les relations financières entre la BNS et le FMI (p. 42)**

En 1992, la Suisse a adhéré au Fonds monétaire international (FMI), après l'adoption de la loi fédérale concernant la participation de la Suisse aux institutions de Bretton Woods. En vertu de cette loi, la BNS fournit les prestations financières qui incombent à la Suisse et est chargée du déroulement des transactions financières avec le FMI. Elle gère également les comptes du FMI en francs suisses. L'article commente les postes concernés du bilan de la BNS, les opérations passées avec le FMI et leurs répercussions sur le compte de résultat.

## **La mobilité des capitaux au sein de l'UE (p. 48)**

L'article analyse, à l'aide de la méthode de Feldstein et Horioka, le degré de mobilité des capitaux au sein de l'UE. Les résultats indiquent que la mobilité du facteur capital dans l'UE demeure imparfaite. Il semble en particulier qu'elle n'ait pas augmenté entre les années quatre-vingt et la décennie suivante. Eu égard au passage prévu à l'UE, cela signifie que d'éventuels chocs asymétriques ne pourront être que partiellement amortis par des flux de capitaux. Toutefois, l'introduction de la monnaie unique est susceptible d'accroître la mobilité des capitaux. Les résultats obtenus ici ne s'appliquent donc pas sans réserve à l'avenir.

# Übersicht

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

Für die nähere Zukunft sieht die Nationalbank keinen Grund, den gegenwärtigen geldpolitischen Kurs zu ändern. Die schweizerische Wirtschaft entwickelt sich günstig, doch dürften sich die immer noch bestehenden Überkapazitäten nur langsam zurückbilden. Es besteht damit keine Gefahr, dass die lebhaftere Nachfrage die Preisstabilität gefährdet. Auch im Hinblick auf die Entwicklung der Notenbankgeldmenge und der Geldmenge  $M_3$  drängt sich keine Straffung der Geldpolitik auf. Falls der Franken unter starken Aufwertungsdruck geraten sollte, behalten wir uns vor, geeignete Gegenmassnahmen zu treffen.

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

Die monetäre Entwicklung in der Schweiz war im vierten Quartal 1997 durch die Abschwächung des Geldmengenwachstums und ein anhaltend geringes Kreditwachstum geprägt. Während sich dieser Trend bei den breit definierten Geldaggregaten zu Beginn des neuen Jahres fortsetzte, wuchs die Notenbankgeldmenge im Januar und Februar beschleunigt. Darin widerspiegelte sich die grosszügige Liquiditätsversorgung, mit der die Nationalbank der Höherbewertung des Frankens entgegenwirkte. Die kurzfristigen Zinssätze bildeten sich bis Mitte Februar deutlich zurück, und der Frankenkurs schwächte sich in der Folge ab.

Die konjunkturelle Lage hellte sich im vierten Quartal weiter auf. Im Vorjahresvergleich nahm das reale Bruttoinlandprodukt um 2% zu. Erneut trugen die Exporte am stärksten zum Wachstum bei. Die Krise in Ostasien warf zwar einen Schatten auf die Wachstumsaussichten, doch dürfte sie den weiteren Konjunkturaufschwung nicht ernsthaft gefährden. Vermehrt gingen auch Impulse von der Binnennachfrage aus. Der private Konsum belebte sich, und die rezessiven Tendenzen in der Bauwirtschaft liessen nach. Der leichte Anstieg der Beschäftigung und der Rückgang der Arbeitslosigkeit deuten auf eine allmähliche Besserung am Arbeitsmarkt hin.

## **Zur Geldpolitik im neuen Jahr (S. 34)**

Hans Meyer, Präsident der Schweizerischen Nationalbank, beleuchtet in diesem Referat, gehalten am 14. Januar 1998 an der Universität St. Gallen, die Eigenschaften von  $M_3$  als geldpolitischer Indikator. Die Nationalbank hatte am Pressegespräch vom Dezember 1997 angekündigt, dass sie

diesem Aggregat künftig ein stärkeres Gewicht beimessen würde, nachdem ihr bisheriger Hauptindikator, die Notenbankgeldmenge, an Aussagekraft eingebüsst hatte. Die Geldmenge  $M_3$  weist längerfristig eine ziemlich stabile Beziehung zum Preisniveau aus. In der kurzen Frist kann die Inflationsentwicklung aber nicht mechanisch aus dem Verlauf des Aggregats extrapoliert werden. Auch die Geldmenge  $M_3$  reagiert auf die Entwicklung der Zinssätze. Dies kann die Interpretation der Geldmenge erschweren. Für die Beurteilung der Geldpolitik muss die Nationalbank deshalb weitere Indikatoren heranziehen. Dazu gehören die Produktionslücke, die Verhältnisse auf dem Arbeitsmarkt, die Wechselkurse und die langfristigen Zinssätze.

## **Die finanziellen Beziehungen zwischen der SNB und dem IWF (S. 42)**

Die Schweiz wurde im Jahre 1992 Mitglied des Internationalen Währungsfonds (IWF). Die gesetzliche Grundlage bildet das «Bundesgesetz über die Mitwirkung der Schweiz an den Institutionen von Bretton Woods». Darin ist geregelt, dass die SNB für die Erbringung der finanziellen Leistungen und die Abwicklung der finanziellen Transaktionen mit dem IWF zuständig ist. Zugleich führt die Nationalbank die Schweizerfranken-Konten des IWF. Ziel dieses Aufsatzes ist, die entsprechenden Positionen in der Nationalbankbilanz und die damit verbundenen Transaktionen zu erläutern und deren Auswirkungen auf die Erfolgsrechnung der SNB aufzuzeigen.

## **Kapitalmobilität in der EU (S. 48)**

Dieser Aufsatz untersucht das Ausmass der Kapitalmobilität innerhalb der EU anhand der Methode von Feldstein und Horioka. Die Resultate deuten darauf hin, dass die Mobilität des gesamten volkswirtschaftlichen Kapitals in der EU nach wie vor unvollkommen ist. Insbesondere scheint sich die Kapitalmobilität in den neunziger Jahren im Vergleich zu den achtziger Jahren nicht erhöht zu haben. Im Zusammenhang mit der geplanten Währungsunion bedeutet dies, dass allfällige asymmetrische Schocks nur unvollständig durch Kapitalflüsse abgefedert werden können. Allerdings kann die Einführung einer gemeinsamen Währung zu einer Zunahme der Kapitalmobilität führen, so dass die hier erhaltenen Resultate nicht ohne weiteres in die Zukunft übertragen werden können.

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

Attualmente, la Banca nazionale non vede alcun motivo per modificare la sua politica monetaria nel futuro più immediato. La congiuntura svizzera evolve favorevolmente; tuttavia le capacità eccedentarie di produzione saranno compensate solo lentamente. La crescita prevista non rischia dunque di mettere in pericolo la stabilità dei prezzi. L'evoluzione della base monetaria e di  $M_3$  non richiedono un inasprimento della politica monetaria. Nel caso in cui il franco dovesse subire ancora delle pressioni eccessive al rialzo, la BNS sarebbe pronta a prendere misure adeguate.

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

Nel quarto trimestre 1997, l'evoluzione monetaria in Svizzera è stata caratterizzata da una minore espansione della massa monetaria e da una crescita ancora modesta dei crediti. Mentre lo sviluppo degli aggregati monetari più ampi ha seguito questa tendenza anche all'inizio del 1998, la crescita della base monetaria si è accelerata in gennaio e febbraio, rispecchiando il generoso approvvigionamento di liquidità che la BNS ha opposto all'apprezzamento del franco. I tassi d'interesse a breve sono nettamente calati entro metà febbraio. Ha quindi ripreso a calare leggermente anche il corso del franco.

La situazione congiunturale si è ulteriormente rasserenata nel corso del quarto trimestre. Per rapporto all'anno precedente, il prodotto interno lordo reale è aumentato del 2%. Anche stavolta, il contributo più forte alla crescita è stato quello delle esportazioni. La crisi asiatica ha un poco oscurato le previsioni di crescita, ma non dovrebbe costituire una minaccia seria per il proseguimento della ripresa. Sono aumentati anche gli impulsi provenienti dalla domanda interna. Il consumo privato è divenuto più vivace e le tendenze recessive nell'edilizia si sono affievolite. Il lieve aumento dell'occupazione e il calo della disoccupazione sono indici di un graduale miglioramento della situazione sul mercato del lavoro.

### **Politica monetaria nel 1998 (p. 34)**

In questo discorso, tenuto il 14 gennaio 1998 all'università di San Gallo, Hans Meyer, presidente della Banca nazionale svizzera, illustra le caratteristiche di  $M_3$  come indicatore della politica monetaria. Nella conferenza stampa del dicembre 1997, la

BNS ha annunciato per la prima volta la sua intenzione di attribuire maggior rilievo a quest'aggregato, visto che l'indicatore principale a cui si era riferita fino ad allora, la base monetaria, ha perso significatività. A lungo termine, il rapporto tra la massa monetaria  $M_3$  e il livello dei prezzi è piuttosto stabile. A corto termine, tuttavia, non è possibile estrapolare meccanicamente lo sviluppo dell'inflazione dall'evoluzione di questo aggregato. Anche la massa monetaria  $M_3$  reagisce infatti allo sviluppo dei tassi d'interesse. Questo può rendere più difficile l'interpretazione del comportamento della massa monetaria. Per la valutazione della sua politica monetaria, la BNS deve perciò ricorrere ad altri indicatori, come lo scarto tra la produzione effettiva e quella potenziale, la situazione sul mercato del lavoro, il tasso di cambio e i tassi d'interesse a lungo termine.

### **Relazioni finanziarie tra la BNS e il FMI (p. 42)**

Nel 1992, la Svizzera è diventata membro del Fondo monetario internazionale. Il fondamento legale di quest'adesione è costituito dalla «Legge federale concernente l'adesione della Svizzera alle istituzioni di Bretton Woods», secondo la quale la BNS fornisce le prestazioni finanziarie e svolge le transazioni finanziarie nei confronti del FMI. La BNS gestisce inoltre i conti in franchi svizzeri del FMI. Quest'articolo spiega le posizioni che ne risultano nel bilancio della BNS e le transazioni ad esse connesse e ne indica le ripercussioni sul conto economico.

### **Mobilità del capitale nell'UE (p. 48)**

In questo testo si analizza la mobilità del capitale all'interno dell'UE sulla base dei metodi di Feldstein e Horioka. I risultati indicano che la mobilità del capitale complessivo delle economie nazionali nell'UE è tuttora imperfetta. In particolare, appare che la mobilità del capitale non è migliorata nel corso degli anni novanta per rapporto al decennio precedente. Nel contesto della prevista unione monetaria, questo significa che eventuali choc asimmetrici non potranno essere attutiti interamente attraverso flussi di capitale. L'introduzione di una moneta comune potrebbe tuttavia indurre un aumento della mobilità del capitale; non si possono perciò proiettare senza riserve verso il futuro i risultati a cui giunge quest'articolo.



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

The National Bank sees no reason to change the present course of monetary policy in the near future. Even though the Swiss economy is showing favourable development still existing excess capacities are only being reduced gradually. The livelier demand is therefore unlikely to threaten price stability nor does the development of the monetary base and of the money stock  $M_3$  call for a tightening of monetary policy. Should the Swiss franc come under strong upward pressure we retain the option of taking appropriate countermeasures.

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

Monetary developments in Switzerland in the fourth quarter of 1997 were characterised by a slow-down in the expansion of the money supply and steady and moderate credit growth. While this trend remained unchanged for the broadly defined monetary aggregates at the beginning of the new year, the monetary base increased more rapidly in January and February. This reflected the generous supply of liquidity with which the National Bank counteracted the appreciation of the Swiss franc. Short-term interest rates, which had still risen slightly in October, receded markedly until mid-February. The Swiss franc rate, which had come under renewed upward pressure in January notably against the D-mark, subsequently weakened somewhat.

The economic situation continued to improve in the fourth quarter. Real gross domestic product rose by 2% compared with the previous year. The growth was again driven mainly by exports. These benefited from the favourable economic development in the OECD countries. The crisis in East Asia certainly cast a shadow on growth prospects but it hardly poses a serious threat to a further strengthening of business activity.

Stimuli also increasingly emanated from domestic demand, creating a broader base for the economic upswing. Private consumption picked up, and the recessionary trends in the building sector weakened. The slight rise in the employment level and the decline in jobless figures are signs of a gradual improvement in the labour market.

### **On monetary policy in 1998 (p. 34.)**

In a paper delivered at the University of St Gallen on 14 January 1998, Hans Meyer, Chairman of

the Governing Board of the Swiss National Bank, dealt with the characteristics of  $M_3$  as a monetary policy indicator. At its press conference in December 1997, the National Bank had announced that it would in future attach more weight to this monetary aggregate since the monetary base, on which it had principally relied in the past, had lost much of its indicator value. The money stock  $M_3$  shows a fairly stable relation to the price level in the long term. In the short term, however, the course of inflation cannot automatically be extrapolated from the aggregate's performance. The money stock  $M_3$  also reacts to the development of interest rates, albeit to a lesser extent than  $M_1$  and  $M_2$ . This interest rate sensitivity is liable to make the money supply more difficult to interpret. The National Bank therefore needs to consult other indicators for assessing its monetary policy in the short term. These include, in particular, the development of the output gap, supply and demand levels in the labour market, exchange rates and long-term interest rates.

### **The financial relations between the SNB and the IMF (p. 42)**

Switzerland became a member of the International Monetary Fund (IMF) in 1992, with the «Federal Law on Switzerland's cooperation in the institutions of Bretton Woods» constituting the legal basis. In terms of this law, the SNB is responsible for financial contributions to, and performing financial transactions with, the IMF. At the same time, the National Bank maintains the Swiss franc accounts of the IMF. This paper deals with the respective positions in the National Bank's balance sheet and the associated transactions and their effects on the National Bank's income statement.

### **Mobility of capital in the EU (p. 48)**

This study investigates the extent of mobility of capital within the European Union by using the method of Feldstein and Horioka. The results suggest that the mobility of capital of all the national economies within the EU is still not satisfactory. In particular, the capital mobility of the nineties seems to show no improvement over that of the eighties. With respect to the planned monetary union, this implies that any asymmetric shocks can only be inadequately cushioned by capital flows. However, the introduction of a common currency may well lead to greater mobility of capital so that the results obtained here do not necessarily apply to the future.

# Conclusions de politique monétaire

## Conclusions de politique monétaire

Pendant les six derniers mois, l'économie suisse a évolué favorablement à un rythme correspondant à nos prévisions. Les exportations sont restées le soutien principal à la conjoncture. Elles ont profité de la poursuite de la reprise de l'économie mondiale. Des impulsions provenant de la demande intérieure, essentiellement de la consommation des ménages, ont cependant contribué de plus en plus à la reprise. Cette évolution positive de la conjoncture s'est accompagnée du maintien de la stabilité des prix. En janvier et février, l'indice des prix à la consommation est resté à ses niveaux des mois correspondants de l'année précédente. L'augmentation minimale des prix des biens domestiques a été compensée par une baisse des prix des biens importés. La situation sur le marché du travail s'améliore peu à peu. L'emploi n'a plus reculé et les perspectives deviennent plus optimistes. Cette expectative devrait stimuler la consommation dans les prochains mois. Simultanément les signes d'une hausse des intentions d'investissement se multiplient et la construction devrait avoir atteint son plancher.

La base plus large sur laquelle repose la reprise conjoncturelle diminue le danger que les perturbations venant de l'extérieur puissent lui porter sérieusement préjudice. Ces derniers mois, la nouvelle hausse du franc ainsi que la crise des pays de l'Est asiatique ont cependant causé quelques inquiétudes. Bien que l'interdépendance économique de la Suisse avec ces pays soit relativement restreinte, les effets de la diminution de la demande originaire de cette région pourraient toucher durement certaines branches. Dans l'ensemble toutefois, les perspectives d'exportations pour la Suisse restent favorables. La croissance robuste des pays anglo-saxons devrait perdurer et la reprise conjoncturelle en Europe se renforcer.

La politique monétaire suisse reste confrontée au défi de soutenir la reprise économique tout en garantissant la stabilité des prix. De novembre 1997 à février, la Banque nationale a poursuivi sa politique monétaire expansive. Elle a approvisionné généreusement en liquidités le marché monétaire afin de prévenir une hausse du franc provoquée en partie par la crise asiatique, mais en partie aussi par les incertitudes liées à l'approche de la réalisation de l'Union économique et monétaire en Europe. En agissant de la sorte, nous sommes restés conscients que la reprise de la conjoncture a été encore fortement dépendante des exportations et donc qu'elle pourrait se trouver fragilisée en cas de nouvelle appréciation du franc.

Alors que les taux d'intérêt ont marqué un net repli pendant les derniers mois, l'indice du cours du franc pondéré par les exportations s'est légèrement apprécié en termes réels en comparaison annuelle. Ainsi, malgré les actions de la Banque, les conditions

monétaires en Suisse sont devenues légèrement moins expansives pendant ces derniers mois, à comparer avec la situation qui régnait une année auparavant. L'évolution récente des agrégats monétaires confirme ce message. La monnaie centrale désaisonnalisée s'est tassée pendant le quatrième trimestre alors que la progression de  $M_3$  a ralenti. Cette tendance s'est poursuivie au début de 1998 pour  $M_3$ , tandis que la monnaie centrale désaisonnalisée a renoué avec une croissance vigoureuse en janvier et février. La progression soudaine de la monnaie centrale reflète essentiellement les injections ponctuelles de liquidités que nous avons réalisées. Elle traduit cependant également une hausse plus rapide que prévu de la circulation des billets.

Dans les prochains mois, la Banque nationale s'attend à une reprise de la croissance de  $M_3$ . Cet agrégat devrait réagir avec un certain retard à la baisse généralisée des taux d'intérêt, notamment à la baisse des rendements des obligations de la Confédération. La monnaie centrale désaisonnalisée devrait se fixer aux environs de 33,1 milliards de francs pendant le deuxième trimestre de 1998. Ainsi, elle ne progresserait que légèrement par rapport aux niveaux enregistrés au quatrième trimestre de 1997 ainsi qu'au premier trimestre de 1998. L'écart par rapport au sentier de croissance à moyen terme, qui s'est fortement accru temporairement pendant le premier trimestre, devrait se combler légèrement pendant le deuxième trimestre. La prévision trimestrielle de la monnaie centrale est à prendre une fois encore avec prudence étant donné les incertitudes considérables qui affectent la circulation des billets. L'introduction de la nouvelle coupure de 1000 francs devrait de plus augmenter ces incertitudes de manière momentanée.

La Banque nationale ne voit à l'heure actuelle aucune raison qui motiverait un changement de cap de politique monétaire dans un futur proche. Si la conjoncture continue d'évoluer à un rythme semblable à celui des derniers trimestres, ce qui serait conforme à nos prévisions, les capacités de production excédentaires, qui existent encore dans l'économie, ne devraient que lentement se combler. De plus, les efforts de libéralisation dans certaines branches, en particulier dans le secteur des télécommunications, ainsi que la concurrence accrue qui en résulte exercent des effets modérateurs sur l'évolution du niveau général des prix. Par conséquent, il n'existe pas encore de risques que la croissance prévisible de l'économie ne mette en danger la stabilité des prix. Un resserrement de la politique monétaire ne s'impose donc ni par l'évolution de la conjoncture, ni par celle des agrégats monétaires. Dans les prochains mois, nous continuerons de suivre avec attention l'évolution des cours de change. Au cas où le franc subirait de nouveau des pressions excessives à la hausse, la BNS serait prête à prendre les mesures qui s'imposent.

# Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque  
pour la séance du 6 mars 1998

# 1 Environnement international

## 1.1 Conjoncture

### Poursuite de la reprise dans la zone de l'OCDE

Au quatrième trimestre de 1997, la conjoncture est restée favorable dans les pays de l'OCDE. La crise financière qui a frappé la partie orientale de l'Asie a jeté une ombre sur les perspectives conjoncturelles, mais ne devrait pas constituer une grave menace pour la reprise dans les pays industrialisés.

Aux Etats-Unis, la croissance du produit intérieur brut réel a été de nouveau très forte, puisqu'elle a atteint près de 4% au quatrième trimestre. Soutenues par la hausse sensible du revenu disponible des ménages et par le repli des taux d'intérêt à long terme, la consommation privée et la construction de logements ont vigoureusement augmenté. De substantielles impulsions ont découlé également des exportations.

L'économie britannique a continué sur sa lancée. L'essor a reposé principalement sur la consommation privée. Le relèvement des taux directeurs britanniques, en plusieurs étapes au cours de 1997, et la nette revalorisation de la livre sterling ont toutefois engendré de premiers signes de ralentissement: la production de l'industrie manufacturière a commencé à faiblir vers la fin de l'année, et les indicateurs avancés ont marqué un recul.

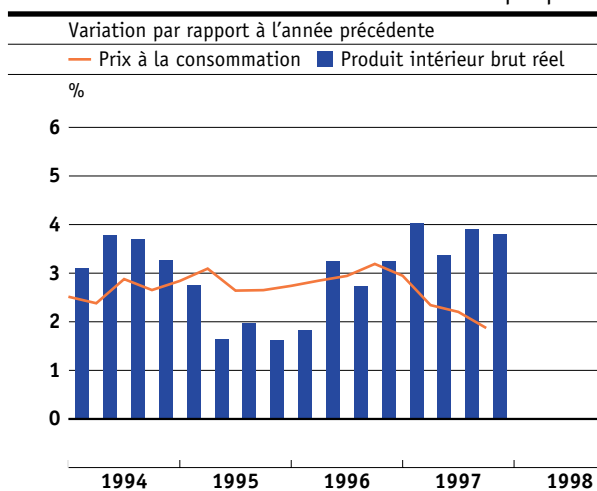
La reprise modérée de la conjoncture s'est poursuivie sur le continent européen. Toutefois, elle était encore déséquilibrée dans de nombreux

pays. Ainsi, une demande étrangère très ferme côtoyait une demande intérieure toujours languissante en Allemagne et en France notamment. En revanche, la demande intérieure s'est nettement accrue en Italie; elle a bénéficié de la forte baisse des taux d'intérêt à long terme et des avantages fiscaux que le gouvernement italien a accordés pour stimuler les ventes de voitures. Selon l'enquête de l'UE sur la conjoncture, la demande intérieure ne devrait se renforcer que lentement en Europe: si la marche des affaires s'est encore améliorée dans l'industrie grâce aux impulsions provenant de l'étranger, le climat de consommation et la situation dans la construction n'ont guère enregistré de progrès.

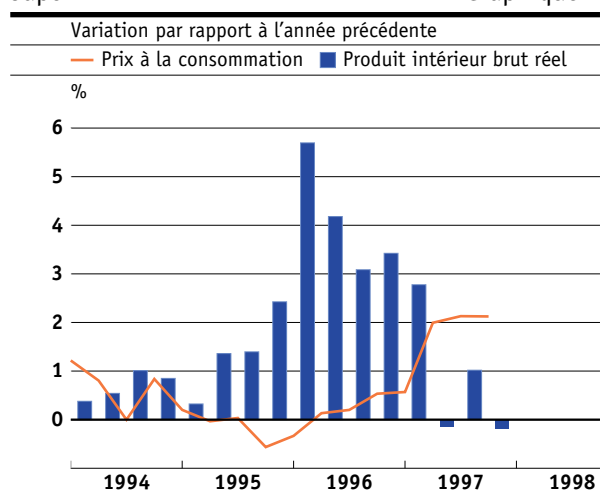
Dans de nombreux pays de l'Europe continentale, le chômage élevé empêche une reprise durable de la demande intérieure. En Allemagne surtout, l'emploi a continué à diminuer en 1997. En revanche, le nombre des personnes occupées a sensiblement augmenté aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, d'où un fort repli des taux de chômage dans ces deux pays.

Au Japon, la conjoncture a faibli sensiblement, au cours de l'année, à la suite du resserrement de la politique budgétaire et d'une baisse de la demande étrangère. En outre, la crise financière en Asie orientale et l'effondrement de plusieurs banques importantes ont affecté l'économie nipponne et paralysé la propension à consommer et à investir. Au quatrième trimestre, la production de l'industrie manufacturière a reculé par rapport à la période précédente, et les perspectives de production se sont assombries.

Etats-Unis Graphique 1



Japon Graphique 2



## 1.2 Evolution monétaire

### Faible renchérissement et repli des taux d'intérêt à long terme

Dans la zone de l'OCDE, le renchérissement est resté à un niveau bas, puisqu'il s'inscrivait en moyenne à 2,5% au quatrième trimestre de 1997. Les anticipations inflationnistes ont diminué après l'éclatement de la crise asiatique. Cette baisse et les transferts massifs de capitaux de l'Asie orientale vers les pays industrialisés ont engendré un repli des taux d'intérêt à long terme, en particulier aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Sur le continent européen, les rendements à long terme ont continué à converger. Ce mouvement reflète la création prochaine de l'Union monétaire européenne.

### Politique monétaire inchangée

Eu égard aux perspectives favorables dans le domaine du renchérissement et aux répercussions possibles de la crise asiatique, la Réserve fédérale des Etats-Unis a maintenu inchangée sa politique monétaire. De même, la Banque fédérale d'Allemagne a gardé son cap, après avoir légèrement relevé les taux à court terme en octobre 1997. En raison de la situation conjoncturelle plus sombre, la Banque du Japon a réduit quelque peu les taux à court terme au quatrième trimestre. La Banque d'Angleterre par contre a resserré les rênes monétaires. Elle a une nouvelle fois relevé son taux directeur, au début de novembre, pour ralentir la vigoureuse croissance; au quatrième trimestre, le renchérissement était toujours supérieur à l'objectif visé par la Banque d'Angleterre.

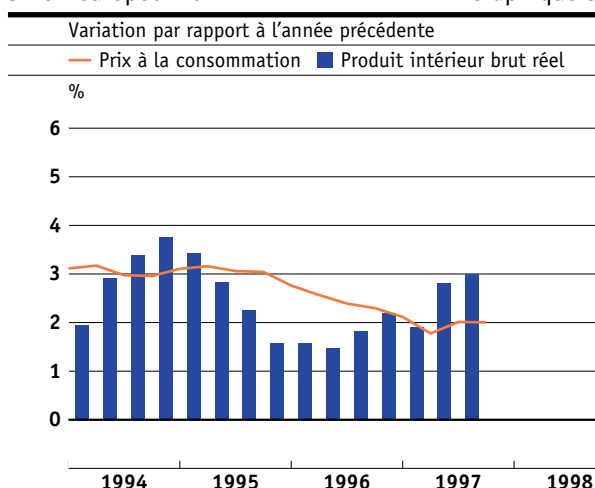
## 1.3 Crise en Asie de l'Est

### Extension de la crise financière

La crise monétaire et financière qui a éclaté en Thaïlande, au milieu de 1997, s'est rapidement propagée à d'autres pays d'Asie de l'Est. Elle a révélé de graves problèmes structurels. Il est apparu en particulier que, dans de nombreux pays, la surveillance des établissements financiers était insuffisante et que des influences politiques jouaient trop souvent un rôle dans les octrois de crédits. Les liens étroits existant entre les milieux politiques et économiques ont incité les investisseurs à penser que les établissements financiers recevraient une aide de l'Etat en cas de difficultés. En outre, les relations de change fixes et les taux d'intérêt plus élevés que ceux des pays industrialisés ont rendu attrayant l'endettement en monnaies étrangères; de surcroît, les fonds ainsi empruntés ont été investis dans la région, souvent sans garantie et dans des projets peu productifs. Il en est résulté une très forte expansion des crédits au cours des dernières années. Lorsque ces pays ont dû laisser flotter leurs monnaies, la part des créances douteuses s'est accrue rapidement. Les cours des actions et les prix immobiliers, qui étaient en forte hausse, ont alors chuté.

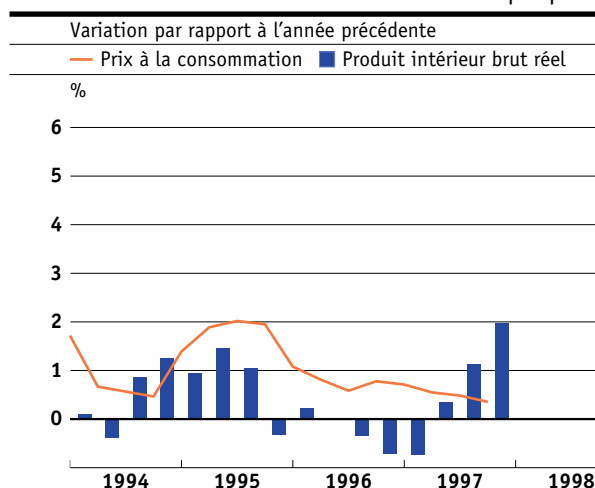
Au quatrième trimestre, les monnaies de la Thaïlande, de l'Indonésie, de la Malaisie et de la Corée du Sud ont encore perdu nettement de leur valeur face au dollar. L'accélération du renchérissement qui en a découlé a sensiblement réduit le pouvoir d'achat de larges couches de la population. En même temps, les établissements financiers ont vu

Union européenne Graphique 3



Source pour graphiques 1 à 3:  
Banque des Règlements  
Internationaux (BRI)

Suisse Graphique 4



Source: Office fédéral de la  
statistique (OFS)

leur situation se dégrader davantage. Leur solvabilité souffre de la part élevée des engagements en monnaies étrangères et du nombre croissant des créances douteuses. Jusqu'ici, les pays de la zone ne sont guère parvenus à accroître leurs exportations, bien que leur compétitivité se soit renforcée à la suite de l'effondrement de leurs monnaies.

### **Créances des banques suisses sur l'Asie de l'Est**

Les banques suisses ne devraient être que peu touchées par la crise asiatique. Selon les données disponibles les plus récentes – celles de fin juin 1997 –, les créances des groupes bancaires domiciliés en Suisse sur les dix principaux pays de l'Asie de l'Est s'élevaient à environ 107 milliards de francs (voir tableau 1, p. 14). Ce montant porte sur l'ensemble des avoirs, y compris les engagements conditionnels et les limites non utilisées mais ouvertes à titre ferme. Il n'englobe pas les crédits locaux, qui ont été refinancés à l'étranger, en monnaie locale, ni les avoirs couverts par des garanties. Près de 90 milliards de francs, ou 84% du total, étaient détenus sur le Japon, Singapour et Hong Kong. Les créances sur les pays dont les monnaies ont fortement chuté depuis le milieu de 1997 (Corée du Sud, Indonésie, Thaïlande, Malaisie et Philippines) se chiffraient à 12,5 milliards de francs ou à 11,7% du total. Ce montant correspond à 1,6% seulement de l'ensemble des créances des banques suisses sur l'étranger, lesquelles atteignaient 793,4 milliards de francs.

### **Aides financières internationales en faveur de pays asiatiques**

La crise économique en Asie orientale a engendré la mise sur pied d'importantes aides financières internationales en vue de permettre à ces pays d'appliquer des réformes et de restaurer la confiance des investisseurs. Le Fonds monétaire international (FMI), la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement ont accordé à la Thaïlande, à l'Indonésie et à la Corée du Sud des prêts pour un montant total d'environ 60 milliards de dollars. En outre, plusieurs pays se sont engagés à fournir des aides monétaires bilatérales pour le cas où la situation se détériorerait encore. Ces lignes de crédit portent sur près de 50 milliards de dollars, dont 22 milliards pour la Corée du Sud. L'aide monétaire en faveur de ce pays doit encore faire l'objet d'un accord. La part de la Suisse à ces

aides monétaires internationales devrait s'élever à 312,5 millions de dollars.

Pour recevoir un soutien financier, les pays asiatiques doivent se soumettre à un programme de réformes économiques élaboré par le FMI, la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement. La restructuration du secteur financier est au cœur de ce programme. En complément des aides multilatérale et bilatérale, les banques créancières ont été invitées à prolonger, de manière concertée, l'échéance des crédits immédiatement remboursables qu'elles détiennent sur des débiteurs sud-coréens.

## **1.4 Perspectives**

La crise asiatique aura sans doute des répercussions sur les pays industrialisés. Il faut s'attendre en particulier à une baisse des exportations vers l'Asie de l'Est et à une hausse des importations provenant de ces pays. La détérioration de la contribution de l'extérieur au PIB devrait toutefois être en partie compensée par le fait qu'un resserrement de la politique monétaire ne s'impose pas, pour l'instant, dans les pays industrialisés. Ainsi, les taux d'intérêt resteront bas plus longtemps que prévu.

L'OCDE a complété ses prévisions de décembre 1997 par un scénario tenant compte des retombées de la crise asiatique sur les pays industrialisés. A cette occasion, elle a souligné les fortes incertitudes qui sont attachées à ce nouveau scénario. En décembre, l'OCDE avait prévu un ralentissement de la croissance économique aux Etats-Unis, croissance qui devait ainsi passer à 2,7% en 1998; dans l'Union européenne par contre, l'expansion aurait dû s'accélérer pour atteindre 2,8%. Compte tenu de la crise asiatique, la croissance devrait être inférieure de près d'un point à ce qui était envisagé pour les Etats-Unis et l'UE; celle du Japon pourrait s'inscrire 1,5 point environ au-dessous du taux retenu en décembre.

**Position des banques suisses selon le domicile du risque**  
Fin juin 1997

Tableau 1

	En milliards de francs	Part au total de la région en %	Part au total des avoirs à l'étranger en %
Japon	60,5	56,6	7,6
Singapour	15,7	14,7	2,0
Hong Kong	13,6	12,7	1,7
Corée du Sud	4,1	3,8	0,5
Chine	3,1	2,8	0,4
Indonésie	3,0	2,8	0,4
Thaïlande	3,0	2,8	0,4
Malaisie	1,5	1,4	0,2
Taiwan	1,4	1,3	0,2
Philippines	0,9	0,8	0,1
<b>Total</b>	<b>106,8</b>	<b>100,0</b>	<b>13,5</b>

**Prévisions établies par l'OCDE<sup>1</sup>**

Tableau 2

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

1 Avant révision due à la crise asiatique

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

3 Déflateur du PIB, variation en % par rapport à l'année précédente

4 En % de la population active.  
Source: Perspectives économiques de l'OCDE, décembre 1997



## 2 Evolution monétaire

### 2.1 Agrégats monétaires

#### Croissance plus modérée de la monnaie centrale au quatrième trimestre ...

La monnaie centrale désaisonnalisée a diminué de 0,2% du troisième au quatrième trimestre de 1997, alors qu'elle avait augmenté de 0,3% du deuxième au troisième trimestre. En comparaison annuelle, sa progression s'est ralentie, passant de 4,7% au troisième trimestre à 3,1% le trimestre suivant. Bien que la monnaie centrale ait reculé d'un trimestre à l'autre, elle était légèrement supérieure à la prévision faite par la Banque nationale. L'écart s'explique principalement par le lancement du billet de 200 francs, qui a provoqué, en octobre, une croissance plus forte que prévu des billets en circulation. En novembre et en décembre, la circulation des billets a enregistré un retour à la normale; en moyenne du quatrième trimestre, elle dépassait de 1,7% son niveau des trois derniers mois de 1996. La seconde composante de la monnaie centrale, les avoirs en comptes de virements que les banques détiennent à la Banque nationale, n'a guère varié par rapport au troisième trimestre. Elle s'établissait en moyenne à 3,8 milliards de francs, enregistrant ainsi une hausse de 15,6% en l'espace d'un an. La tendance du franc à se raffermir, tendance que la crise asiatique a encore accentuée, a incité la Banque nationale à approvisionner amplement le marché monétaire en liquidités.

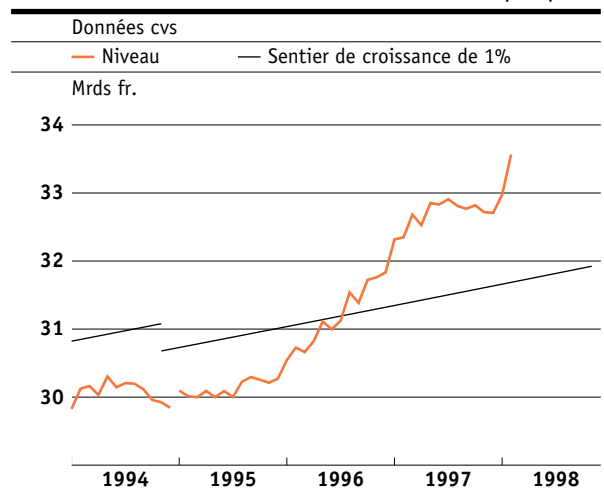
La monnaie centrale désaisonnalisée dépassait de 3,6%, au quatrième trimestre, son sentier de croissance à moyen terme, sentier qui, pour la période couvrant les années 1995 à 1999, prévoit une progression de 1% par an. L'écart vis-à-vis du sentier de croissance, qui s'était rapidement creusé entre le début et le milieu de 1997, a cependant légèrement diminué. Il est dû, pour une grande part, à un déplacement de la demande au profit des billets de 1000 francs. Le caractère expansionniste de la politique monétaire a ainsi été amplifié.

#### ...mais accélération en janvier et en février

En janvier et en février, la croissance de la monnaie centrale s'est accélérée une nouvelle fois. L'agrégat dépassait ainsi de 274 millions de francs, en janvier, et de 864 millions, en février, le niveau de 32,7 milliards de francs prévu par la Banque

nationale pour le premier trimestre de 1998. Cette brusque accélération reflète principalement les liquidités que l'institut d'émission a injectées sur le marché monétaire afin de contrer la revalorisation du franc. Elle s'explique également en partie par une nouvelle et forte augmentation des billets en circulation. L'instabilité, observée depuis un certain temps, de la demande de billets de banque a rendu plus difficiles les prévisions de la monnaie centrale. En l'absence de nouvelles perturbations, l'évolution de la monnaie centrale devrait se normaliser au cours des prochains mois.

Monnaie centrale Graphique 5



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

	1996	1997	1996	1997				1998	
			4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	janv.	fév.
Billets en circulation <sup>1</sup>	28,2	29,0	28,8	29,3	28,9	28,5	29,3	29,8	29,1
Variation <sup>2</sup>	2,4	2,8	3,2	4,2	2,8	2,3	1,7	-0,2	0,4
Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	2,9	3,7	3,3	3,5	3,8	3,8	3,8	3,8	4,2
Variation <sup>2</sup>	14,1	26,5	24,1	30,5	35,1	26,9	15,6	14,3	25,1
MC <sup>1,3</sup>	31,2	32,7	32,1	32,8	32,6	32,4	33,1	33,6	33,3
MCD <sup>1,4</sup>	31,2	32,7	31,8	32,4	32,7	32,8	32,7	33,0 p	33,6 p
Variation <sup>2</sup>	3,5	4,8	5,0	5,9	5,7	4,7	3,1	2,0 p	3,8 p
Variation <sup>5</sup>	5,0	3,1	5,0	8,8	6,2	4,5	3,1	4,2 p	10,3 p

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

Tableau 4

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

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

2 En % par rapport à l'année précédente

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

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

5 Taux de variation annualisés, calculés par rapport au niveau moyen de la MCD pour le 4e trimestre (pour les données mensuelles, la moyenne est centrée sur novembre); en regard des années figurent les variations du 4e trimestre par rapport au 4e trimestre de l'année précédente.

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

p Chiffres provisoires

### Croissance plus lente des agrégats monétaires répondant à des définitions larges

La croissance des agrégats monétaires répondant à des définitions larges a faibli au quatrième trimestre. La masse monétaire  $M_3$ , qui est constituée du numéraire en circulation et des dépôts (dépôts à vue, dépôts d'épargne et dépôts à terme) du public dans les banques, est restée presque inchangée, d'un trimestre à l'autre, en données corrigées des variations saisonnières. Par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, sa progression a diminué pour s'établir à 3,5%. La Banque nationale avait prévu que l'expansion de  $M_3$ , encore élevée au début de 1997, faiblirait au cours de l'année. Sa prévision s'est ainsi révélée exacte. Entre janvier 1997 et janvier 1998,  $M_3$  a augmenté de 1,6%. Son taux de croissance devrait cependant s'inscrire de nouveau en hausse au cours de l'année.

La monnaie centrale ayant perdu de sa fiabilité en tant qu'indicateur, l'institut d'émission a été amené, il y a quelque temps déjà, à recourir davantage à la masse monétaire  $M_3$ . Le graphique 6 montre le lien entre l'expansion de  $M_3$  et le renchérissement depuis 1975. Il en ressort que l'accélération du renchérissement, au début des années quatre-vingt comme au début des années nonante, a été chaque fois précédée d'une croissance plus forte de  $M_3$ . Dans la période récente,  $M_3$  a de nouveau augmenté fortement, mais son expansion s'explique principalement par le repli des taux d'intérêt, repli qui a amené les entreprises et les ménages à détenir davantage de liquidités. La dernière progression de  $M_3$  a découlé, comme celle de 1983, de remaniements de portefeuilles qui n'impliquent pas

nécessairement un danger inflationniste. Le ralentissement sensible de la croissance de  $M_3$ , qui a été observé jusqu'en janvier 1998, incite à penser que ces remaniements de portefeuilles sont achevés pour l'essentiel.

Les agrégats monétaires  $M_1$  et  $M_2$  confirment dans l'ensemble ce qui ressort de l'évolution de  $M_3$ . Le mouvement de baisse des taux, amorcé au milieu de 1996, a entraîné des transferts des dépôts à terme vers les dépôts à vue et les dépôts d'épargne. C'est pourquoi les agrégats  $M_1$  et  $M_2$  ont continué à augmenter sensiblement en 1997. Au quatrième trimestre, leur expansion a recommencé à faiblir.

## 2.2 Crédits et marché des capitaux

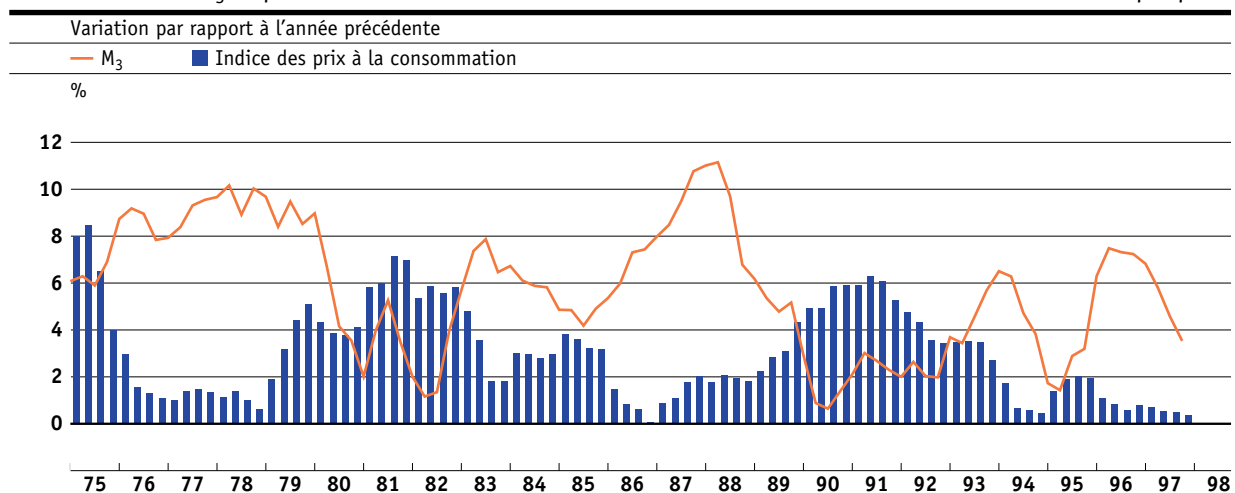
### Stagnation des crédits aux débiteurs suisses

Contrairement aux agrégats monétaires répondant à des définitions larges, les agrégats de crédit n'ont guère progressé en 1997. Les crédits à des débiteurs domiciliés en Suisse – ces prêts sont pour la plupart libellés en francs – n'ont augmenté que de 1% en 1997.

En comparaison à long terme, la progression des crédits a été étonnamment faible ces dernières années. L'activité des banques dans ce domaine dépend de l'évolution du produit intérieur brut, qui a connu une longue période de stagnation. Au cours des années antérieures pourtant, les crédits s'étaient accrus presque toujours plus fortement que le produit intérieur brut (voir graphique 7). La récession du début des années quatre-vingt constitue l'unique exception; les crédits en Suisse s'étaient

Masse monétaire  $M_3$  et prix à la consommation

Graphique 6



alors développés au même rythme que la croissance économique.

L'octroi de crédits continue à subir les effets du recul des prix dans l'immobilier. Les débiteurs ont plus de difficultés que dans les années quatre-vingt à fournir les garanties exigées; aussi les banques font-elles preuve de davantage de retenue dans l'octroi de nouveaux crédits et dans le relèvement des limites. Toutefois, le montant des crédits à des débiteurs suisses, tel qu'il ressort des bilans bancaires, donne une image trop sombre de l'activité des banques en la matière. Ce montant très bas s'explique notamment par les amortissements considérables – 50 milliards de francs environ – que les banques ont dû opérer, dans les années nonante, sur leurs crédits.

Les divers types de crédits ont évolué de manière inégale en 1997. Les prêts hypothécaires – la grande majorité des crédits à des débiteurs suisses – se sont accrus de 0,8% entre fin septembre et fin décembre et de 3% en 1997. Par contre, les autres créances sur la clientèle ont diminué de 4% en 1997. Au cours du quatrième trimestre uniquement, ces créances ont fléchi de 1%. Les crédits de construction, qui précèdent chronologiquement les prêts hypothécaires et reflètent la conjoncture dans le domaine de la construction, ont enregistré un fort recul en 1997. Aucune amélioration n'a été observée vers la fin de l'année; au cours du quatrième trimestre, les limites ont diminué de 7%, et les montants utilisés, de 6%.

En 1997, la croissance des crédits à des débiteurs domiciliés à l'étranger a été nettement plus forte que celle des prêts en Suisse. Elle a toutefois

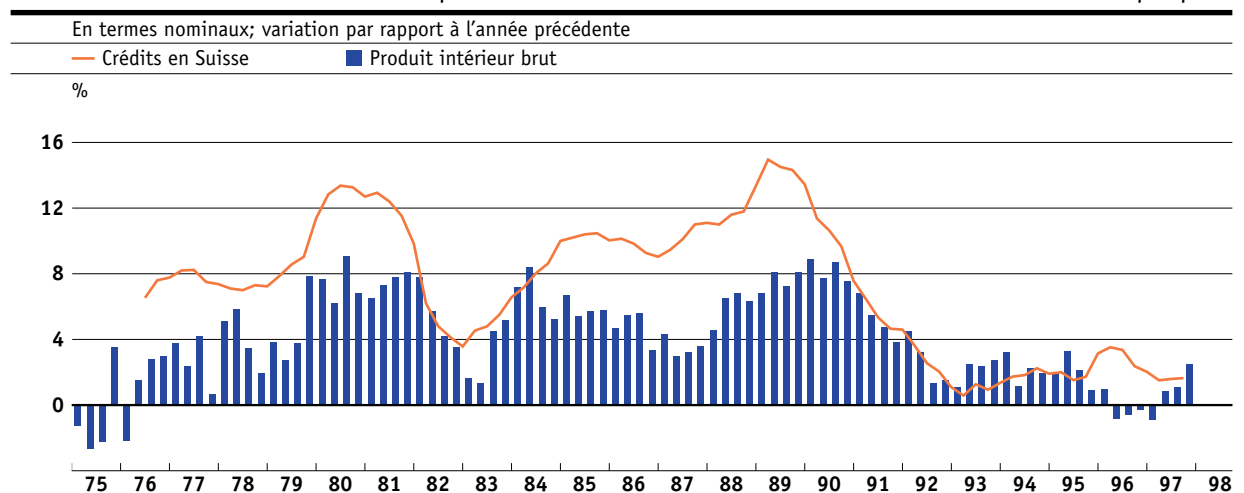
découlé, pour une grande part, des fluctuations des cours de change. La valeur en francs des prêts en monnaies étrangères – notamment en dollars des Etats-Unis – a progressé du fait de l'affaiblissement du franc. Les crédits à des débiteurs domiciliés à l'étranger dépassaient de 31%, à fin 1997, le niveau observé un an auparavant. Le total des crédits bancaires (aux débiteurs suisses et étrangers) a augmenté de 8% pendant la même période.

### Recours sensiblement accru au marché des capitaux

Les débiteurs importants disposent, en plus des crédits bancaires, d'une source supplémentaire de fonds grâce au marché des capitaux. Contrairement à la statistique des crédits, les données disponibles au sujet du marché des capitaux portent généralement non pas sur des états en fin de mois, mais sur le volume des émissions et des remboursements au cours d'une certaine période. Au quatrième trimestre, le recours net au marché suisse des capitaux par des émissions d'emprunts et d'actions (déduction faite des remboursements) dépassait de 42% le niveau observé un an auparavant. Le prélèvement net opéré sur le marché des capitaux par des débiteurs suisses a augmenté sensiblement, alors que le recueil net de fonds par des débiteurs étrangers a diminué, du fait principalement du volume élevé des remboursements. Au quatrième trimestre, les emprunts ordinaires («straights») ont joué une nouvelle fois un rôle dominant dans le segment suisse. Dans le compartiment étranger, ils ont marqué une forte hausse, et leur part au total des émissions d'emprunts étran-

Evolution des crédits en Suisse et du produit intérieur brut

Graphique 7



Sources pour graphiques 6 et 7:  
BNS et OFS

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

1 Selon la date de libération

2 Sans les emprunts  
en monnaies étrangères

3 Sans les conversions

gers s'est accrue pour atteindre 70%. Les emprunts à taux variable ont eux aussi augmenté, mais aucune émission d'emprunts à option n'a été lancée.

En 1997, les émissions d'emprunts et d'actions (moins les remboursements) ont porté sur un montant supérieur d'environ 10 milliards de francs, ou de 52%, à celui de l'année précédente. Cette forte croissance s'explique avant tout par les remboursements moins élevés d'emprunts obligataires. Bien que le bas niveau des taux d'intérêt ait continué à favoriser la dénonciation anticipée d'emprunts, les remboursements – tant pour les emprunts suisses que pour les emprunts étrangers – sont restés très inférieurs aux chiffres records de 1996. Sur le marché des actions, les remboursements ont été, comme l'année précédente déjà, supérieurs aux émissions. Cette nouvelle et sensible hausse des remboursements est due en partie aux entreprises qui, pour accroître les rendements de leurs fonds propres, ont racheté leurs propres actions.

## 2.3 Taux d'intérêt

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

Sur le marché monétaire, les taux des dépôts en francs ont diminué sensiblement entre novembre et février, après avoir suivi, en octobre, le mouvement de légère hausse observé dans plusieurs pays européens. La Banque nationale avait laissé les taux augmenter, étant donné le raffermissement de la reprise de la conjoncture et la croissance vigoureuse des agrégats monétaires qui répondent à des définitions larges, en particulier de  $M_3$ . Du fait de la crise financière en Asie de l'Est, elle est toutefois revenue, à la mi-novembre, à un approvisionnement plus abondant du marché en liquidités, de sorte que les taux suisses à court terme se sont repliés de nouveau.

Le taux de l'argent au jour le jour, qui avait augmenté pour atteindre en moyenne 1,5% en octobre, a fléchi, passant à 1% en décembre et à 0,8% en février. Il était ainsi inférieur au taux officiel de l'escompte, qui est resté inchangé à 1%. Après une hausse d'environ 0,5 point, les rémunérations servies sur les dépôts à trois mois s'établissaient, à la mi-novembre, à 1,9% pour les dépôts sur le marché des euro-francs et à 1,7% pour les créances comptables sur la Confédération. Ces taux ont par la suite reculé de près de 1 point jusqu'en février 1998.

Entre décembre et février, les taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs ont diminué plus fortement que ceux des placements correspondants en marks. L'écart entre les taux allemands et suisses, qui n'était plus que de 1,7 point en octobre, s'est ainsi creusé de nouveau pour atteindre 2,4 points. Sur l'euro-marché, l'écart entre la rémunération des dépôts à trois mois en dollars et celle des mêmes dépôts en francs s'est réduite, passant de 4,2 points en septembre à 3,8 points en novembre. En février, elle était de 4,5 points.

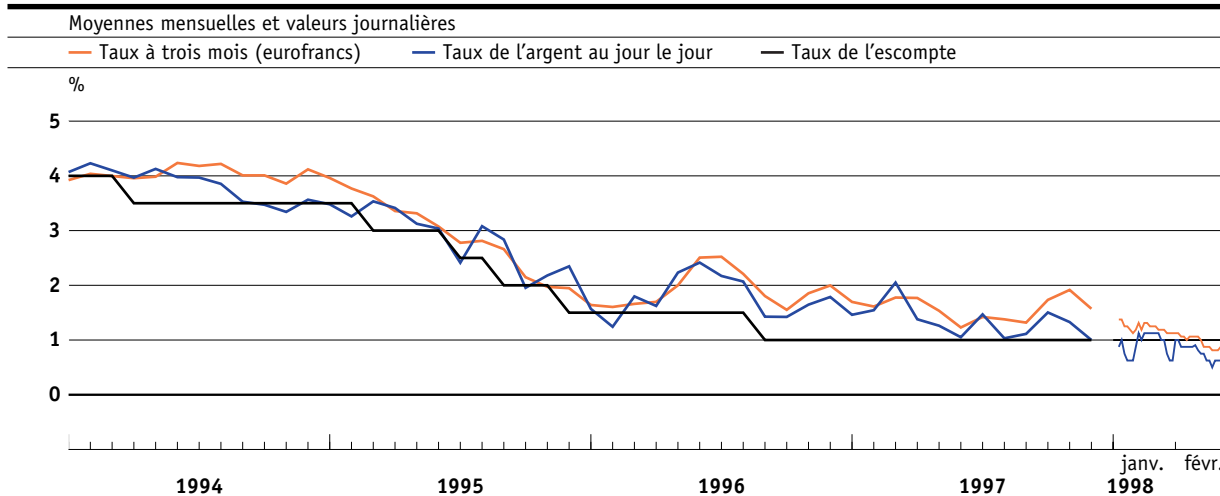
### **... et sur le marché des capitaux**

Sur le marché des capitaux, le rendement moyen des obligations fédérales est resté à environ 3,4% en octobre et en novembre, puis a baissé une nouvelle fois au cours des deux mois suivants. En février, il s'inscrivait à 2,7%. La structure des taux d'intérêt s'est ainsi resserrée. L'écart entre le rendement des obligations fédérales et la rémunération des créances comptables à trois mois sur la Confédération a passé de 2,1 points à fin septembre à 1,7 point en février.

Le repli des taux à long terme a été, dans une première phase, moins marqué en Suisse qu'aux Etats-Unis. En février toutefois, la différence entre le rendement des titres d'Etat américains à dix ans et le rendement moyen des obligations fédérales suisses a augmenté pour retrouver son niveau d'octobre, soit 2,8 points. Durant la même période, l'écart entre les rendements allemands et suisses s'est légèrement accru, passant à 2,2 points.

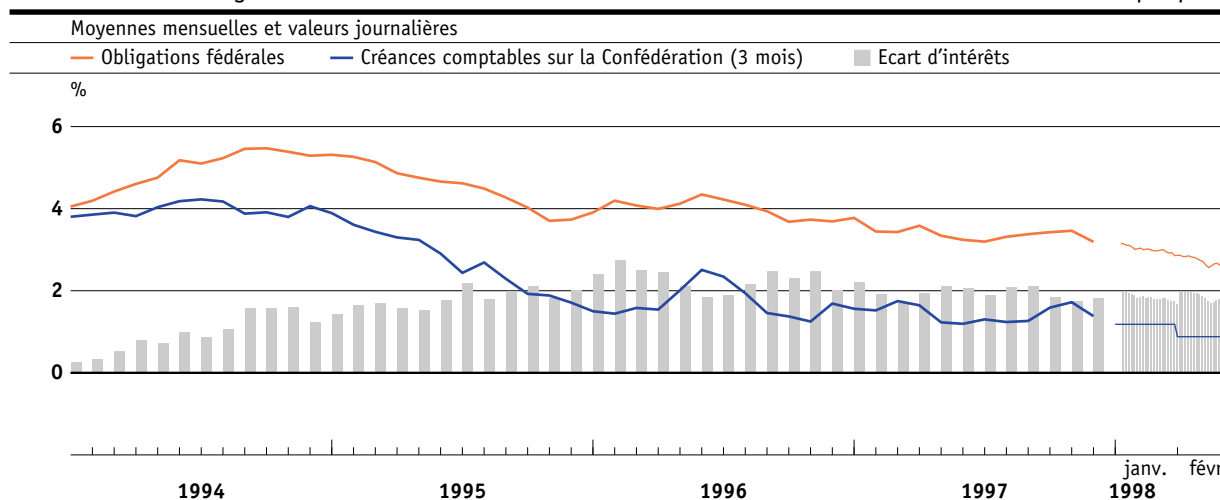
Entre octobre et janvier, les taux appliqués par les banques cantonales aux anciennes hypothèques et aux nouvelles hypothèques en premier rang se sont maintenus à 4,3%. En février, le taux des nouvelles hypothèques était légèrement au-dessous de 4,1%. Les rémunérations servies sur les dépôts d'épargne ordinaires sont restées presque inchangées à environ 1,6%. En revanche, le taux moyen des nouvelles obligations de caisse des banques cantonales a été porté de 2,8% au troisième trimestre à 3% au trimestre suivant. Au début de l'année, il s'est de nouveau replié, passant à 2,7% dans les premiers jours de février.

Selon le Swiss Performance Index, les cours des actions ont progressé dans l'ensemble de 18% entre octobre 1997 et fin février 1998; ils avaient cédé 4% en octobre du fait de la crise asiatique. Le rétablissement rapide de la Bourse est imputable en partie aux transferts de capitaux d'Asie de l'Est vers les pays industrialisés, mais aussi à la restructura-



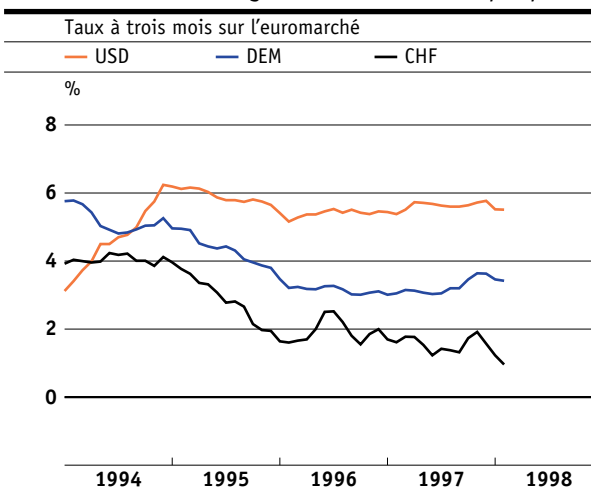
Rendements des obligations et structure des taux d'intérêt

Graphique 9



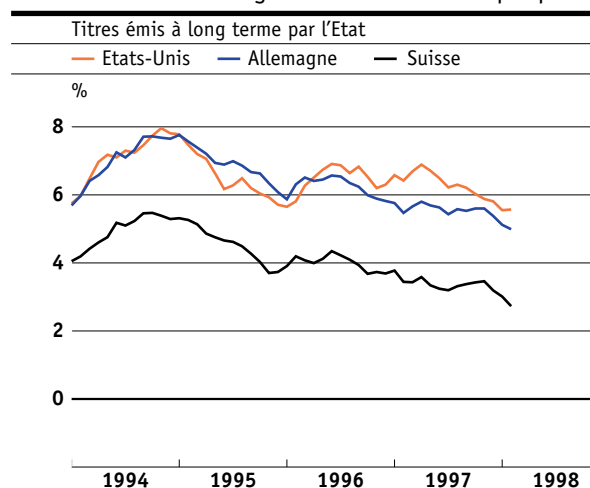
Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 10



Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 11



Source pour graphiques 8 et 10:  
BNS

Graphique 9: Obligations fédérales: le rendement moyen est calculé d'après l'échéance finale ou d'après la date de remboursement anticipé la plus proche, selon que les cours sont inférieurs ou supérieurs au cours auquel un remboursement anticipé

peut être demandé. Créances comptables sur la Confédération: rendements le jour de clôture des enchères; valeur mensuelle: rendement de la dernière mise aux enchères du mois. Source: BNS

Graphique 11: Etats-Unis: rendement, sur le marché secondaire, des titres à 10 ans d'échéance du Trésor américain  
Allemagne: rendement d'obligations fédérales, cotées en bourse, à 10 ans d'échéance  
Suisse: rendement moyen d'obligations fédérales; voir graphique 9. Sources: BRI et BNS

tion en profondeur du secteur bancaire suisse. Alors que les cours des actions industrielles ont augmenté de 16% entre octobre et février, ceux des titres bancaires ont fait un bond de 29%.

## 2.4 Cours de change

### Revalorisation du dollar ...

Au quatrième trimestre de 1997, les marchés des changes ont été marqués principalement par la crise financière en Asie de l'Est. La baisse persistante des monnaies de nombreuses économies asiatiques émergentes a entraîné une revalorisation du dollar des Etats-Unis, qui s'est prolongée jusqu'à la mi-janvier. Dans la seconde quinzaine de ce mois, le dollar a de nouveau cédé du terrain.

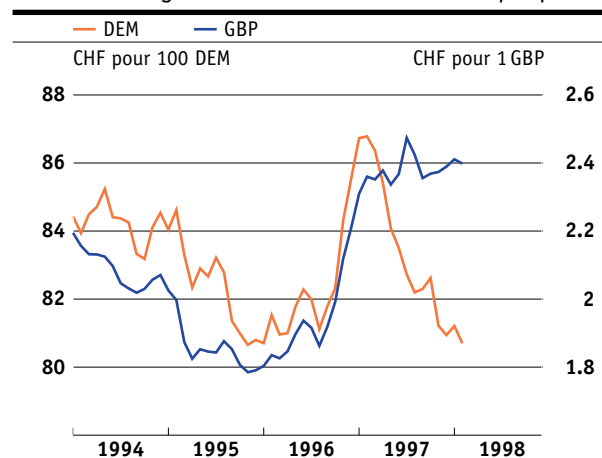
### ... et du franc

Le franc suisse a subi lui aussi les effets de la crise monétaire. Etant donné les incertitudes relatives à l'évolution des marchés financiers, de nombreux investisseurs se sont tournés vers le franc. A partir de novembre, celui-ci a faibli de nouveau face au dollar et à la livre sterling, mais s'est encore raffermi vis-à-vis du mark allemand notamment.

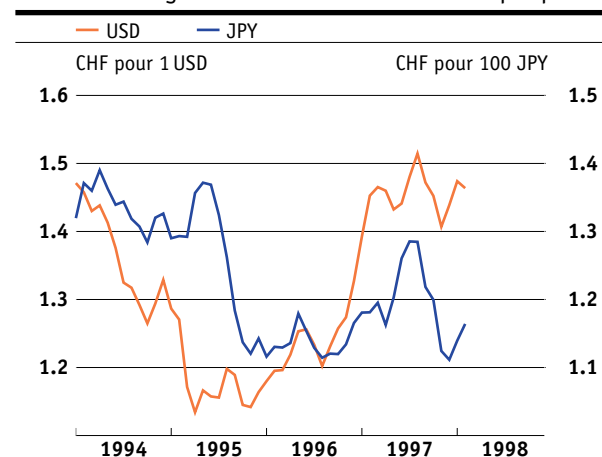
Entre octobre 1997 et février 1998, le franc a gagné près de 2,5% par rapport au mark allemand, dont le cours, en février, s'inscrivait à fr. 80,65. Vis-à-vis du yen japonais, il s'est apprécié un peu plus fortement. Dans la même période, il a toutefois perdu 0,8% par rapport au dollar et 1,2% face à la livre sterling. Le dollar valait ainsi fr. 1,47, et la livre sterling, fr. 2,40. Le cours nominal du franc, pondéré par les exportations, a augmenté de 1,4% entre octobre 1997 et janvier 1998; il dépassait de 4,1% le niveau observé un an auparavant.

En termes réels, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, s'est accrue de 1,5% du troisième au quatrième trimestre. En janvier toutefois, elle est redescendue légèrement au-dessous de son niveau moyen du quatrième trimestre. En comparaison annuelle, elle a cependant progressé de 2,7%. Le franc a gagné 6% face au mark allemand, 4,8% vis-à-vis du franc français et 5,5% par rapport à la lire italienne. En revanche, il a fléchi, en l'espace d'un an toujours, de 7,2% vis-à-vis du dollar et de 7,6% par rapport à la livre sterling.

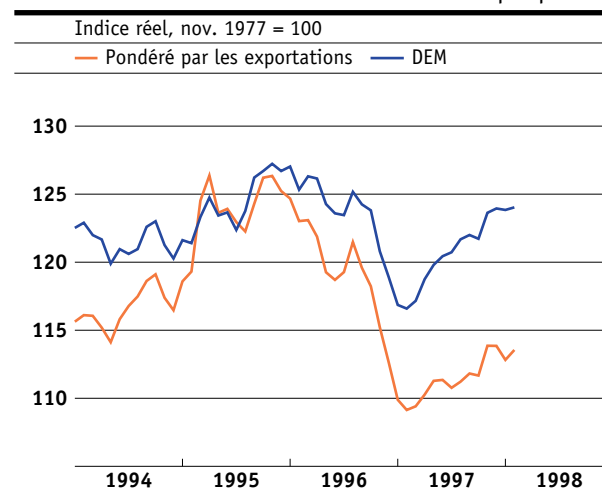
Cours de change Graphique 12



Cours de change Graphique 13



Evolution du cours du franc Graphique 14



Source pour graphiques 12 à 14:  
BNS



## 3 Demande globale et production

### 3.1 Produit intérieur brut et production industrielle

#### Reprise de la conjoncture sur une plus large assise

En Suisse, la reprise économique a continué au quatrième trimestre. Le produit intérieur brut réel a encore progressé d'un trimestre à l'autre. Il dépassait ainsi de 2% le niveau du dernier trimestre de 1996. En moyenne de l'année, le produit intérieur brut a augmenté de 0,7%, après avoir diminué de 0,2% en 1996.

En comparaison annuelle, les exportations de biens et de services ont une nouvelle fois contribué le plus fortement à la croissance de la demande globale. Mais la demande intérieure s'est elle aussi animée au quatrième trimestre. Des impulsions accrues ont émané de la consommation privée en particulier. Par contre, le léger repli des investissements a influé négativement. A l'instar des deux trimestres précédents, l'accroissement de l'offre totale a été accompagné d'une hausse sensible des importations.

L'enquête que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ mène chaque mois dans l'industrie a reflété le renforcement de la reprise conjoncturelle. L'indicateur de la marche des affaires a marqué une nouvelle progression. Toutes les branches, à l'exception de celles qui gravitent autour de la construction, ont de nouveau enregistré une activité réjouissante. Contrairement à la période précédente, la nouvelle amélioration de la situation s'explique par une marche des affaires plus favorable dans les entreprises axées sur le marché intérieur. L'indice composite afférent à l'industrie d'exportation a légèrement diminué, après s'être amélioré nettement au cours des trois premiers trimestres de 1997. Les entreprises à vocation exportatrice ont annoncé notamment un fort ralentissement de la croissance de la production par rapport au quatrième trimestre de 1996. L'indice de la production industrielle, qui est établi par l'Office fédéral de la statistique, a continué à progresser en données corrigées des variations saisonnières, et le taux d'utilisation des capacités techniques a augmenté pour atteindre 85,6%.

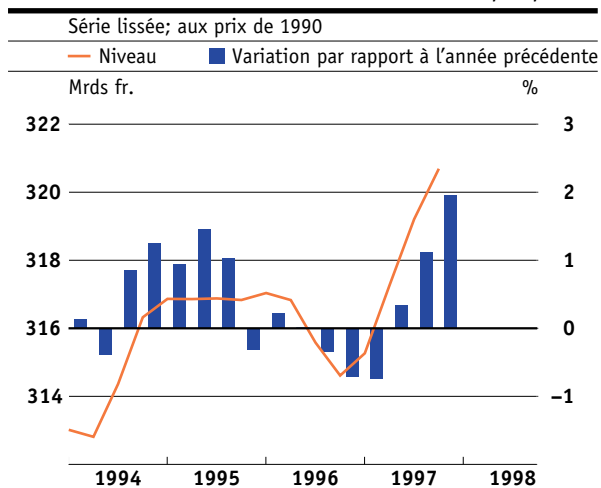
#### Produit intérieur brut

Tableau 6

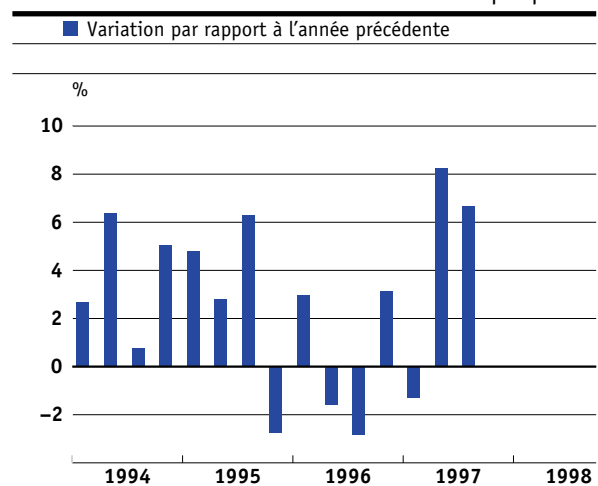
Aux prix de 1990; contributions en points à la croissance annuelle du PIB

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

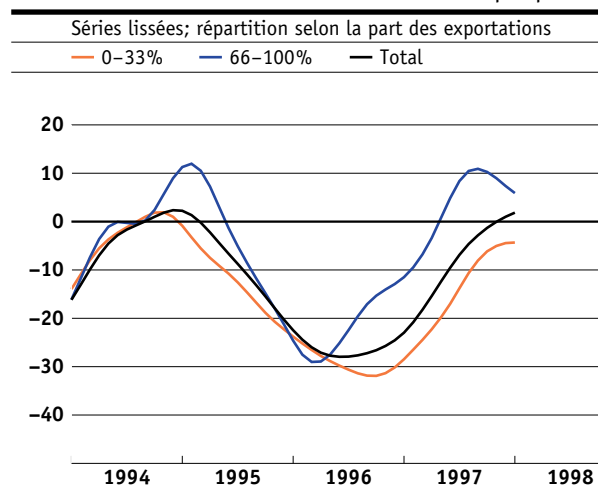
Produit intérieur brut Graphique 15



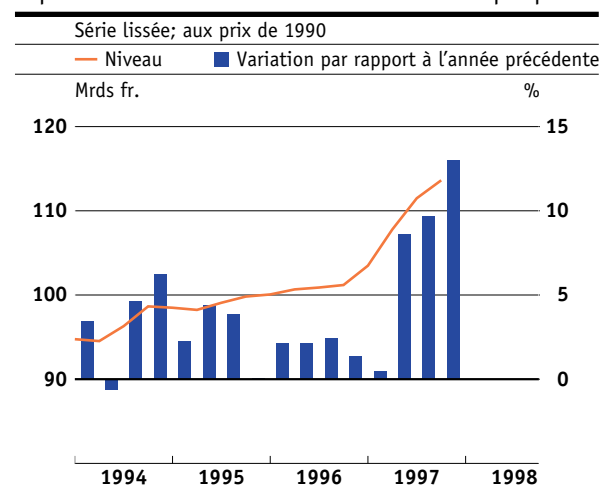
Production industrielle Graphique 17



Marché des affaires dans l'industrie Graphique 16



Exportations Graphique 18



Graphique 16: Il s'agit d'un indicateur composite qui tient compte des quatre éléments suivants: entrées de commandes et production, par rapport au mois correspondant de l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis.

Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ

Source pour graphiques 15, 17 et 18: OFS

### Bonnes perspectives de production

Dans l'industrie manufacturière, les perspectives de production restent bien orientées pour les prochains six mois. Tant les commandes de l'étranger que celles qui proviennent de Suisse se sont accrues au quatrième trimestre, et les stocks de produits finis ont marqué un repli. Mais les carnets de commandes sont toujours jugés trop peu étoffés. Pour le premier trimestre de 1998, les petites et moyennes entreprises comme les grandes escomptent une poursuite de la progression – à un rythme ralenti toutefois – des commandes et des achats de produits en amont. A cet égard, celles qui sont axées sur le marché intérieur, mais aussi les autres, partagent presque les mêmes vues.

Une répartition par branches montre que la situation de l'industrie des biens d'équipement s'est améliorée très nettement. Dans l'industrie des machines et appareils ainsi que dans la métallurgie, les commandes ont continué à croître d'un trimestre à l'autre, et la marche des affaires a évolué pour la première fois depuis le début de 1995 dans la zone positive. Dans celle des biens de consommation, l'activité est restée toutefois sans vigueur. La marche des affaires de l'alimentation, de l'habillement et du textile s'est maintenue dans la zone négative. Les perspectives de production sont en revanche mieux orientées pour les mois à venir. Ainsi, les commandes ont augmenté par rapport au trimestre précédent, et un raffermissement de la demande est attendu au premier trimestre de 1998.

## 3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes

### Vive croissance des exportations

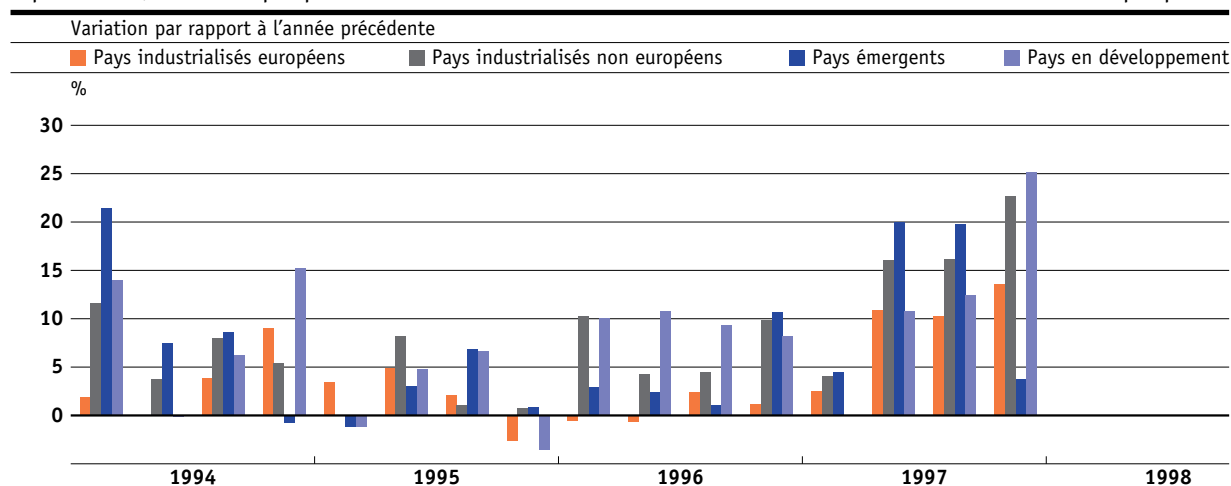
Le commerce extérieur a fait preuve de dynamisme au quatrième trimestre. En volume, les exportations de biens ont augmenté fortement d'un trimestre à l'autre ainsi qu'en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables. Elles étaient ainsi de 12,6% supérieures à leur montant de la période correspondante de 1996. Les exportations de biens de consommation ont progressé de 12,2%, celles de biens d'équipement, de 13,2%, et celles de matières premières et de produits semi-finis, de 11,5%.

La forte demande étrangère a profité à presque toutes les branches. Les livraisons à l'étranger de l'industrie chimique, de l'industrie horlogère et de celle des instruments de précision ainsi que de la métallurgie ont progressé à un rythme plus soutenu qu'au troisième trimestre. La vive expansion des fournitures à l'étranger de produits chimiques a découlé avant tout d'une très vigoureuse demande de produits pharmaceutiques. La sensible croissance des exportations n'a pas faibli dans l'industrie des machines et l'électronique, ni dans l'industrie du papier. Après un recul au troisième trimestre, les ventes à l'étranger de l'industrie des véhicules, de l'habillement ainsi que de l'alimentation, des boissons et du tabac se sont redressées légèrement.

Les exportations vers les pays industrialisés d'Europe ont progressé de près de 14% en valeur,

Exportations, ventilées par partenaires commerciaux

Graphique 19



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

Source: Direction générale des douanes fédérales

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

Tableau 7

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

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

Tableau 8

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

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

Tableau 9

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

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

2 Données non corrigées des jours ouvrables

3 Chiffres révisés

4 Estimations

p Chiffres provisoires

Sources: Direction générale des douanes fédérales (tableaux 7 et 8) et BNS (tableau 9)

soit à un rythme légèrement inférieur à celui de l'ensemble des ventes à l'étranger. Si les livraisons à la France, au Royaume-Uni, à l'Espagne et à l'Irlande se sont accrues sensiblement, celles à l'Allemagne, à l'Autriche et à l'Italie ont augmenté légèrement moins que la moyenne. Les fournitures aux pays industrialisés hors d'Europe ont évolué de manière particulièrement dynamique, grâce à la persistance d'une forte demande émanant des Etats-Unis. Les exportations vers ce pays dépassaient de 32% celles du quatrième trimestre de 1996. Par contre, la croissance des ventes au Japon s'est ralentie nettement pour s'inscrire à 2,7%. Alors que les exportations vers les pays en développement et en transition ont continué à croître vigoureusement, celles vers les pays émergents d'Asie ont enregistré un net fléchissement de leur progression, qui s'est établie à 4%, contre 20% au trimestre précédent, du fait de la crise financière dans la région.

#### **Affaiblissement de la demande asiatique**

En comparaison annuelle, les exportations vers les pays émergents d'Asie ont diminué de 1% au quatrième trimestre de 1996, après avoir augmenté de 19% au troisième trimestre. Leur part s'est élevée à 8% de l'ensemble des exportations suisses de biens. Plus de 80% de la valeur des ventes à ces pays reviennent aux machines et à l'électronique, aux instruments, aux montres et à la bijouterie ainsi qu'aux produits chimiques. Les fabricants d'instruments de précision, de montres et d'articles de bijouterie devraient sentir nettement les effets de la crise, car 18% environ de la valeur de leurs livraisons sont absorbés par les pays émergents d'Asie. Les répercussions sur l'industrie des machines et l'électronique ainsi que sur l'industrie chimique seront vraisemblablement moins fortes, les parts des ventes à ces pays ne s'inscrivant qu'à près de 9% et 5% de leurs exportations totales.

#### **Forte croissance des importations**

Au quatrième trimestre également, les importations de biens ont marqué une nette hausse en volume ainsi qu'en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables. En comparaison annuelle, elles ont augmenté de 9,2%, soit à un rythme légèrement inférieur à celui des exportations. Comme au trimestre précédent, les importations de matières premières et de produits semi-finis ont crû dans une mesure supérieure à la

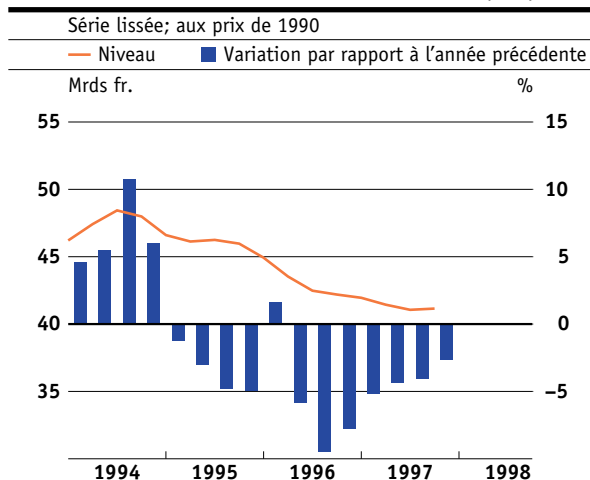
moyenne (13%). Les achats à l'étranger de biens d'équipement ont enregistré une accélération de leur croissance (10,5%), ce qui s'explique surtout par des importations accrues de machines destinées à l'industrie. De même, les importations de biens de consommation étaient sensiblement supérieures (6,2%) à leur niveau de la période correspondante de 1996. Les importations de produits pharmaceutiques, d'habillement et de chaussures ont fortement contribué à cette évolution.

Tant les prix à l'exportation que les prix à l'importation ont haussé moins rapidement qu'aux trimestres précédents. Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les premiers étaient supérieurs de 2,1% à leur niveau du dernier trimestre de 1996, et les seconds, de 3%. Cela est vraisemblablement dû en partie à la tendance à la hausse du cours réel du franc, qui a été observée au cours de l'année.

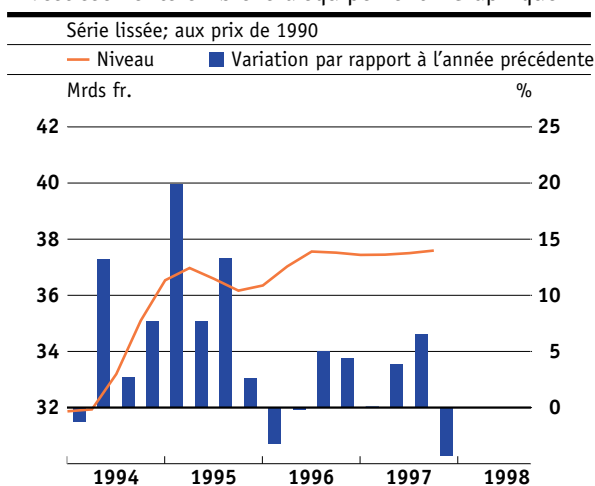
#### **Excédent accru de la balance des transactions courantes**

Au quatrième trimestre, les exportations de biens ont augmenté de 15,6% en valeur par rapport à la période correspondante de 1996, soit à un rythme légèrement supérieur à celui des importations. Pour la première fois depuis un an, la balance commerciale (commerce spécial) a dégagé ainsi un excédent de 1,6 milliard de francs. Le solde actif de la balance des services a passé de 3,6 milliards au quatrième trimestre de 1996 à 4,1 milliards au trimestre correspondant de 1997. Tant les recettes tirées du tourisme que les commissions encaissées par les banques ont enregistré un accroissement. L'excédent des revenus de facteurs a diminué de 0,3 milliard pour s'établir à 4 milliards de francs. La balance des transactions courantes a affiché un solde actif de 8,3 milliards de francs, contre 7,8 milliards au quatrième trimestre de 1996.

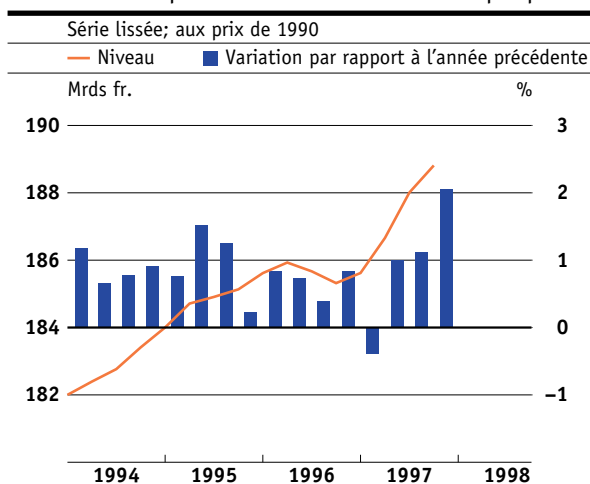
En 1997, l'excédent de la balance des transactions courantes a progressé de 3,9 milliards pour atteindre 30,3 milliards de francs. Sa part au produit intérieur brut était ainsi de 8,3%. Le solde de la balance commerciale (commerce spécial) est resté actif, malgré un recul de 1,6 milliard. En revanche, l'excédent de la balance des services s'est accru de 2,1 milliards de francs. Quant au solde actif des revenus de facteurs, il a augmenté de 3,2 milliards pour s'élever à 17,5 milliards de francs.



Investissements en biens d'équipement Graphique 21



Consommation privée Graphique 22



### 3.3 Investissements

Du troisième au quatrième trimestre, les investissements ont enregistré une légère progression en données corrigées des variations saisonnières. Ils s'inscrivaient ainsi 3,4% au-dessous de leur niveau de la période correspondante de 1996, après avoir augmenté un peu au troisième trimestre. Dans la construction, les tendances récessives se sont atténuées vers la fin de l'année. Du côté des investissements en biens d'équipement, une perte de dynamisme a été observée.

#### Récession moins accentuée dans la construction

Au quatrième trimestre, les investissements en constructions étaient encore inférieurs de 2,6% au niveau observé un an auparavant, mais ont cessé de reculer en données corrigées des variations saisonnières. Pour la première fois depuis 1994, les livraisons de ciment ont dépassé leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. L'amélioration de la situation, qui avait touché uniquement la construction publique au troisième trimestre, a gagné la construction de logements au quatrième trimestre. Dans ces deux compartiments, les entrées de commandes étaient nettement supérieures à celles de la période correspondante de 1996. Si les carnets de commandes se sont fortement étoffés dans la construction publique, ils ont marqué une interruption de leur repli dans la construction de logements. Dans la construction d'immeubles industriels et artisanaux, les entrées et carnets de commandes ont par contre continué à fléchir sensiblement.

Les résultats des enquêtes menées dans l'industrie et dans la construction, effectuées toutes les deux par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, confirment une amélioration graduelle. L'indicateur de la marche des affaires dans l'industrie de la pierre et de la terre est resté dans la zone négative, mais a progressé par rapport au quatrième trimestre de 1996. Le contraste entre les évolutions dans le génie civil et le bâtiment ressort clairement de l'enquête trimestrielle sur la construction. Dans le bâtiment, la situation a été jugée de manière plus pessimiste que dans le génie civil. En comparaison annuelle, l'activité a cependant reculé moins fortement qu'aux trimestres précédents, et les entrepreneurs sont plus confiants en ce qui concerne les entrées de commandes pour les trois et six mois à venir. Dans le génie civil,

l'appréciation portée sur la marche des affaires s'est en revanche nettement améliorée par rapport au quatrième trimestre de 1996. L'activité n'a pas tout à fait atteint le niveau observé un an auparavant. Pour les trois et six prochains mois, les entrepreneurs tablent cependant, pour la première fois depuis plus de trois ans, sur une hausse des entrées de commandes.

Selon l'indice calculé par Wüest & Partner, les prix se sont encore repliés sur le marché de l'immobilier. Les prix des appartements en propriété par étages et des bureaux ont de nouveau reculé de respectivement 2,8% et 1,8% d'un trimestre à l'autre. Les loyers et les prix des maisons familiales n'ont quant à eux guère baissé.

#### Croissance encore modérée des investissements en biens d'équipement

Au quatrième trimestre, les investissements en biens d'équipement n'ont de nouveau enregistré qu'une faible progression en données corrigées des variations saisonnières et, partant, n'ont pas atteint leur niveau de l'année précédente. La croissance annuelle des importations de biens d'équipement s'est accélérée pour s'inscrire à 10,5%, contre 5,2% au trimestre précédent. Les biens d'équipement destinés au marché suisse ont de leur côté régressé légèrement.

L'accroissement marqué que les entrées de commandes de la clientèle suisse ont enregistré aux troisième et quatrième trimestres laissent toutefois présager une réanimation des investissements en biens d'équipement au cours de 1998.

## 3.4 Consommation

#### Consommation en hausse

La reprise observée du côté de la consommation privée s'est poursuivie au quatrième trimestre. Les dépenses réelles de consommation ont encore augmenté d'un trimestre à l'autre pour s'établir 2,1% au-dessus de leur niveau de la période correspondante de 1996.

Après avoir stagné au troisième trimestre, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont progressé, en termes réels et par jour ouvrable, de 1,9% par rapport au quatrième trimestre de 1996. Les ventes de biens de consommation durables, qui sont sensibles à l'évolution conjoncturelle, ont enregistré une très forte expansion. Cette dernière est due, pour l'essentiel, à des chiffres d'affaires en nette hausse dans les domaines des voitures, des meubles et des appareils ménagers. Les achats d'articles d'habillement et de textiles, qui ont reculé pendant les premiers neuf mois de 1997, dépassaient, au quatrième trimestre, leur niveau observé un an auparavant. Les ventes de produits alimentaires, de boissons et de tabac sont par contre restées constantes. En matière de tourisme, le nombre des nuitées de la clientèle suisse a poursuivi sa progression (3,8%).

#### Amélioration guère perceptible du climat de consommation

Selon l'enquête menée en janvier 1998 par l'Office fédéral du développement économique et de

### Marché du travail données brutes

Tableau 10

	1996		1997		1998				1998	
			4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	janv.	févr.	
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel <sup>1</sup>	-0,6	-1,6	-0,7	-1,9	-2,0	-1,7	-0,8	-	-	
Personnes occupées à plein temps <sup>1</sup>	-1,0	-1,8	-1,3	-2,3	-2,1	-1,6	-1,3	-	-	
Taux de chômage <sup>2,3</sup>	4,7	5,2	5,1	5,7	5,3	5,0	4,9	5,0	4,9	
Chômeurs <sup>3</sup>	168,6	188,3	183,1	204,7	191,7	180,2	176,7	182,5	176,5	
Demandeurs d'emploi <sup>3</sup>	206,7	244,7	225,6	249,6	244,5	240,9	243,8	249,2	244,9	
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail <sup>3</sup>	13,1	6,6	12,6	14,8	6,4	2,2	3,0	4,6	-	
Places vacantes annoncées <sup>3</sup>	5,6	9,4	5,0	7,4	10,5	10,4	9,5	10,7	12,4	

1 Indice, personnes occupées à plein temps et à temps partiel I (taux d'occupation supérieur à 50%); variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

l'emploi (OFDE), l'indice du climat de consommation n'a progressé que légèrement. A la suite de la crise financière asiatique et des suppressions d'emplois annoncées dans le cadre de la fusion de l'Union de Banques Suisses et de la Société de Banque Suisse, les ménages ont porté un jugement plus négatif qu'en octobre sur la situation économique générale et la sécurité de l'emploi. Néanmoins, la reprise de la consommation privée devrait se poursuivre dans les mois à venir, étant donné que les ménages sont plus confiants au sujet de leur situation financière et qu'ils considèrent le moment comme assez opportun pour effectuer des achats d'une certaine importance. Il ressort de l'enquête mensuelle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ que les détaillants s'attendent à ce que la marche de leurs affaires continue à s'améliorer. Pour la première fois depuis deux ans, les résultats dans cette branche sont également plus réjouissants en termes de rendement.

## 4 Marché du travail

### 4.1 Emploi

#### **Légère croissance de l'emploi**

La situation s'est quelque peu améliorée sur le marché du travail au quatrième trimestre. Mesuré à son indice, l'emploi a progressé par rapport au trimestre précédent en données corrigées des variations saisonnières. Il n'était ainsi plus que 0,8% inférieur à son niveau de la période correspondante de 1996, après avoir reculé de 1,7% au troisième trimestre. L'indice de l'emploi mesure le nombre d'emplois à plein temps ainsi que ceux à temps partiel avec un taux d'occupation de 50% ou davantage (temps partiel I). Il englobe quelque 90% du total des emplois. La part restante correspond au temps partiel II, soit les emplois avec un horaire hebdomadaire de 6 heures ou davantage, mais avec un taux d'occupation inférieur à 50%.

Au quatrième trimestre, l'emploi à plein temps et celui à temps partiel ont évolué de manière divergente (voir graphique 23). Ainsi, l'emploi à temps partiel a marqué une forte hausse, dépassant de 2,5% son niveau du dernier trimestre de 1996. L'emploi à plein temps a par contre diminué, mais son recul s'est ralenti en comparaison annuelle, passant de 1,6% à 1,3% d'un trimestre à l'autre.

Dans l'industrie manufacturière, le repli de l'emploi a de nouveau été de 2,4% en comparaison annuelle. Il a pris fin dans les services et, dans la construction, s'est inscrit à 2%, contre 4,4% au troisième trimestre.

L'emploi a évolué inégalement au sein de l'industrie. Il a progressé de 3,1% dans l'industrie chimique et de 0,7% dans l'industrie du plastique et du caoutchouc. Le nombre des suppressions d'emplois a diminué dans les industries des machines, du bois et du papier, alors qu'il a augmenté dans l'alimentation et les boissons, le textile, l'habillement et les chaussures.

La situation de l'emploi s'est améliorée dans les services en l'espace d'une année. La restauration et l'hébergement ainsi que l'informatique ont notamment enregistré des hausses de 7,2% et de 13,5%. Leur part au total des emplois s'est inscrite à plus de 6% et à 1%. Une nette croissance de l'emploi a également été notée dans le commerce de gros, l'administration publique ainsi que dans la recherche et développement. Du côté des banques et des assurances, la progression a été plus modeste (0,6%). Par contre, des niveaux bien inférieurs à ceux du quatrième trimestre de 1996 ont été observés dans l'automobile, les transports, la santé et les activités sociales.

A part l'emploi, d'autres facteurs semblent également annoncer une reprise graduelle de la demande de main d'œuvre. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail et l'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux, ont tous deux progressé au quatrième trimestre en données corrigées des variations saisonnières. Parallèlement, le nombre des heures supplémentaires a augmenté dans l'industrie manufacturière. En outre, les entrepreneurs ont porté un jugement plus positif sur la situation de l'emploi. Seuls quelques-uns d'entre eux estiment encore que l'effectif de leurs collaborateurs est trop élevé. Cette amélioration n'a toutefois pas gagné toutes les branches; elle a surtout touché les entreprises fortement axées sur les exportations.

### 4.2 Chômage

#### **Recul du taux de chômage**

De septembre à décembre, l'effectif des personnes sans travail a reculé de plus de 10 000 unités et s'est établi à 175 100 en données corri-



gées des variations saisonnières. Le taux de chômage a régressé de 0,3 point pour s'inscrire à 4,8%. Une répartition selon la durée montre que le nombre des personnes qui sont restées moins de six mois sans travail a diminué légèrement. Le nombre de celles qui ont été entre six et douze mois sans emploi a enregistré la baisse la plus forte. Dans le troisième groupe (plus de douze mois), aucun changement n'a par contre été observé. Ainsi, la part des chômeurs de longue durée a de nouveau légèrement progressé, passant de 32,9% en septembre à 33,7% en décembre. Quelque 40% des sans-emploi étaient recensés dans les branches du commerce, de la restauration et de l'hébergement ainsi que de la construction.

Entre septembre et décembre, le taux de chômage a reculé de 0,2 point en Suisse romande et de 0,3 point en Suisse alémanique pour s'établir à 6,5% et à 4,1%. Au Tessin, par contre, il est resté à son niveau de début 1997, soit à 7,8%. Dans ce canton, le taux de chômage avait évolué, jusqu'en 1996, parallèlement à celui de la Suisse romande, tout en étant à un niveau un peu plus élevé; en 1997, la situation sur le marché du travail s'est dégradée par rapport à celle qui était observée dans les autres régions linguistiques. Le taux de chômage a continué à se replier au début de 1998. En données corrigées des variations saisonnières, il s'est inscrit à 4,6% en février, contre 5,4% un an auparavant.

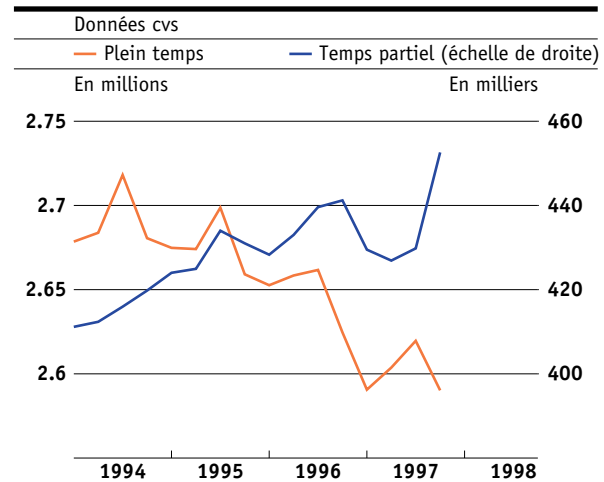
### Nombre des demandeurs d'emploi en légère hausse

Au quatrième trimestre également, les programmes d'occupation mis en place par les cantons au début de 1997 ont amplifié l'importance du recul du chômage, comme le montre la statistique portant sur le nombre des demandeurs d'emploi. Celle-ci recense en effet les chômeurs enregistrés, mais aussi les personnes qui participent à des programmes d'occupation ou suivent des cours de perfectionnement, celles qui ont un contrat de travail limité ou effectuent leur école de recrue. Au quatrième trimestre, le nombre des demandeurs d'emploi s'est ainsi établi, en moyenne, à 244 000, contre 225 000 une année auparavant. D'après les estimations de l'OFDE, quelque 13 500 personnes ont participé à des programmes d'occupation.

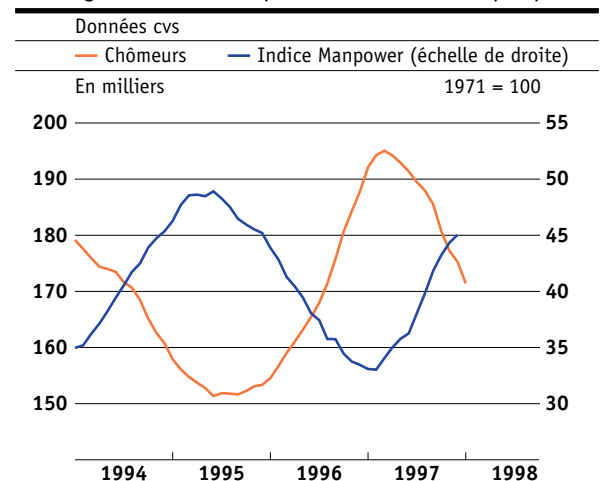
### Moins de personnes occupées selon un horaire de travail réduit

Observé depuis le début de 1997, le mouvement de repli du nombre des personnes occupées

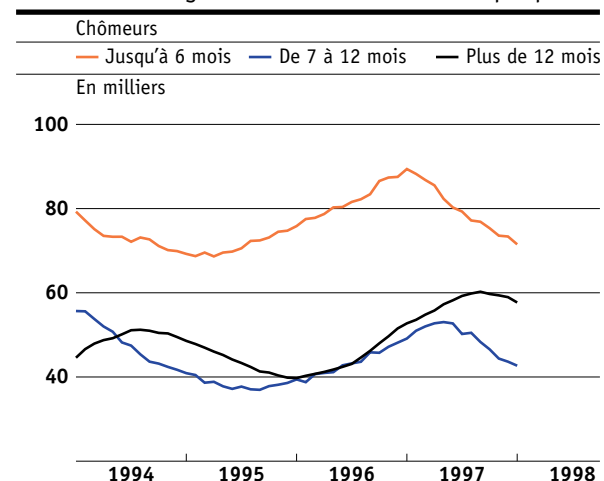
Personnes occupées Graphique 23



Chômage et offres d'emploi Graphique 24



Durée du chômage Graphique 25



selon un horaire de travail réduit s'est poursuivi. Au quatrième trimestre et en données corrigées des variations saisonnières, 3 300 personnes ont été touchées par des réductions de l'horaire de travail, contre 5 400 au trimestre précédent et 13 300 une année auparavant. D'un trimestre à l'autre, le nombre d'heures de travail perdues du fait de l'horaire de travail réduit a diminué de 28%. Le repli le plus important a été enregistré dans l'électronique, l'industrie des machines, les conseils et la construction. Cette dernière reste cependant la branche la plus frappée, avant les conseils et le commerce, par des réductions de l'horaire de travail.

## 5 Prix

### 5.1 Prix à la consommation

#### Faible renchérissement au quatrième trimestre ...

L'indice des prix à la consommation a continué à diminuer pour s'établir à 0,4% au quatrième trimestre, contre 0,5% au troisième. Ce mouvement de repli a touché tant les marchandises que les services.

Les marchandises ont renchéri de 0,6% en l'espace d'une année. De leur côté, les prix des produits énergétiques se sont inscrits en net recul. Par ailleurs, le renchérissement s'est accéléré du troi-

sième au quatrième trimestre dans l'alimentation et les boissons, mais aussi dans l'habillement et les chaussures.

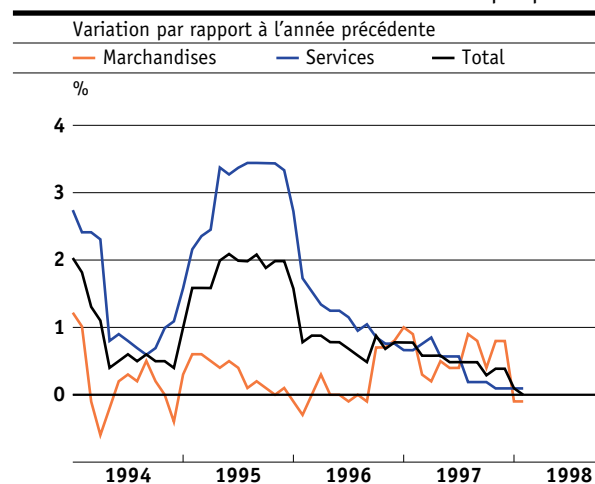
En hausse de 0,3%, les prix des services privés ont augmenté moins fortement qu'au troisième trimestre (0,4%). Ce tassement s'explique par l'évolution des loyers, qui sont stables depuis novembre 1997. Les prix des services publics ont une nouvelle fois baissé (-0,5%), à la suite notamment des mesures de déréglementation prises dans le domaine des télécommunications. En l'espace d'une année, les prix de ces prestations ont diminué de 10,6% en moyenne.

Du troisième au quatrième trimestre, l'augmentation des prix des marchandises et services étrangers a passé de 0,9% à 0,4%. Ce ralentissement est dû, d'une part, à la baisse des prix du pétrole et, d'autre part, au léger raffermissement du franc. Pour ce qui est des prix des biens suisses, leur hausse s'est maintenue à 0,3%.

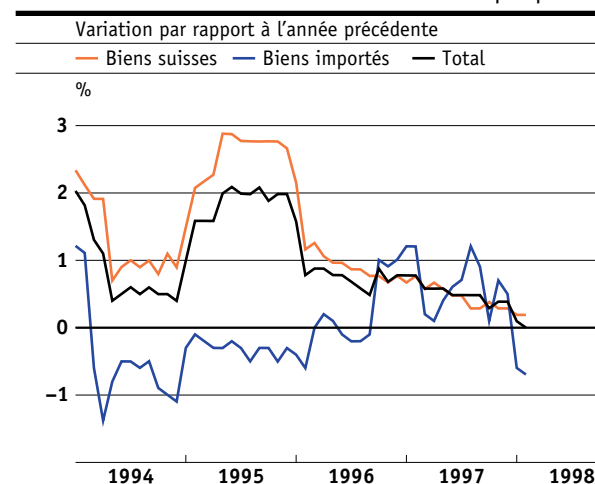
#### ... et prix stables au premier trimestre

De janvier à mars 1998, les prix à la consommation sont restés inchangés par rapport à la période correspondante de l'année précédente; une telle évolution est observée pour la première fois depuis plus de 11 ans. Chaque mois, la baisse des prix des biens importés a compensé le renchérissement des biens suisses. La hausse des prix des services a continué à faiblir. Quant aux prix des marchandises, ils ont diminué légèrement en comparaison annuelle.

Prix à la consommation Graphique 26



Prix à la consommation Graphique 27



## 5.2 Prix de l'offre totale

### Prix inchangés à la production

Au quatrième trimestre, l'indice des prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) était, comme au troisième trimestre, supérieur de 0,9% au niveau enregistré un an auparavant. L'indice des prix à la production est quant à lui resté quasiment stable en comparaison annuelle (-0,1%). Des déplacements considérables ont par contre été observés au niveau de la répartition par groupes de biens. Ainsi, les prix des matières premières, et plus particulièrement des produits agricoles, se sont accrus plus fortement qu'aux trimestres précédents, tandis que la baisse des prix des biens d'équipement s'est sensiblement ralentie. La hausse des prix des biens de consommation a par contre continué à faiblir. Ces évolutions divergentes, qui se sont poursuivies en janvier, traduisent, d'une part, la reprise de la production industrielle et, d'autre part, l'anémie persistante de la demande de biens de consommation. En comparaison annuelle, les prix à la production ont diminué de 0,2%.

### Ralentissement de la hausse des prix à l'importation

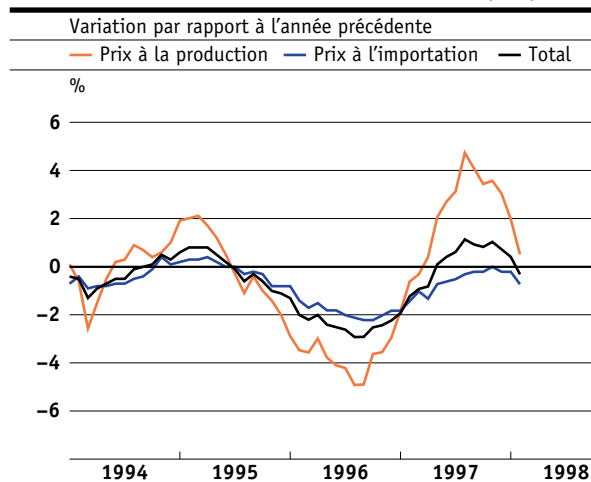
L'augmentation des prix à l'importation a marqué le pas vers la fin de l'année, mais s'inscrivait encore à 3,3% au quatrième trimestre, contre 4% au troisième. Les matières premières ont continué à

renchérir sensiblement; la hausse a toutefois été un peu moins prononcée qu'au troisième trimestre, en raison de la diminution des prix du pétrole. Les prix des biens d'équipement importés, comme ceux des biens d'équipement suisses, n'ont plus que faiblement reculé. En janvier, les prix des produits importés ont augmenté de 2%.

## 5.3 Perspectives en matière de renchérissement

Dans les mois à venir, il faut s'attendre à un renchérissement très bas, voire négatif parfois. A la suite de la dernière réduction des taux hypothécaires, il est probable que les loyers, qui entrent pour plus de 22% dans la composition de l'indice des prix à la consommation, soient une nouvelle fois revus à la baisse. Les prix des services devraient quant à eux rester stables. Le léger raffermissement du franc suisse et le recul de quelque 30% des prix du pétrole entre octobre 1997 et janvier 1998 devraient modérer le renchérissement importé, tant au niveau des prix à la consommation qu'à celui des prix de l'offre totale.

Prix de l'offre totale Graphique 28



Source pour graphiques 20 à 28:  
OFS

# La politique monétaire en 1998

Exposé de Hans Meyer,  
Président de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Université de Saint-Gall, le 14 janvier 1998

## Introduction

Il y a vingt-cinq ans, presque jour pour jour, le 23 janvier 1973, la Banque nationale suisse décidait, en accord avec le Conseil fédéral, de mettre fin à ses achats massifs de devises destinés à soutenir le dollar. Début 1973, les nouvelles vagues de spéculation contre le dollar et certaines devises européennes ont sans aucun doute sonné le glas du système de taux de change fixes de Bretton Woods. Le passage à des cours de change flexibles nous a permis, pour la première fois depuis la fin de la guerre, de mener une politique monétaire indépendante. L'objectif de la politique monétaire de la Banque nationale était clair: il s'agissait d'endiguer le niveau élevé du renchérissement et de contenir les anticipations inflationnistes profondément enracinées, ainsi que de recréer les conditions-cadres propices à une stabilité de la monnaie. Notre politique monétaire est essentiellement axée sur l'évolution de la masse monétaire, pour laquelle nous fixons, presque sans discontinuité, des objectifs depuis 1975 – d'abord pour  $M_1$ , puis, dès 1980, pour la monnaie centrale.

L'ensemble des espoirs que nous avons placés dans les taux de change flexibles ne se sont pas réalisés dans les années qui ont suivi. Les cours de change réels des différentes monnaies étaient par moments soumis à de fortes fluctuations, dont la Suisse a fortement subi les effets. Dans certains pays, les innovations en matière financière ont porté atteinte à la fiabilité des agrégats monétaires en tant qu'indicateurs de la politique monétaire. Des stratégies et des solutions nouvelles ont fait leur apparition et ont pris le relais des méthodes d'orientation de la monnaie jusqu'alors utilisées par de nombreux pays.

Pourtant, ces innovations n'ont pas battu en brèche l'idée selon laquelle une grande stabilité des prix constitue une condition importante à remplir pour assurer une croissance équilibrée. C'est la raison pour laquelle l'objectif de stabilité du niveau des prix a été ancré dans la législation de nombreux pays en matière de politique monétaire, et même dans le statut de la future Banque centrale européenne.

Quel que soit l'ordonnement concret de la politique monétaire, l'institut d'émission a besoin d'indicateurs, c'est-à-dire de paramètres d'orientation qui lui permettent de prévoir l'évolution du niveau des prix à long terme. La banque centrale se

doit de communiquer les indicateurs auxquels elle a recours et d'expliquer l'importance qu'ils revêtent.

La communication est assurée par différents canaux. En Suisse, nous attachons beaucoup d'importance aux deux conférences de presse annuelles. Si la conférence de fin d'année nous permet de passer en revue l'année écoulée et de comparer les résultats obtenus avec nos prévisions, il n'en demeure pas moins qu'elle nous donne surtout la possibilité de faire connaître nos intentions en matière de politique monétaire pour l'année à venir. J'aimerais profiter de l'occasion qui m'est donnée aujourd'hui pour présenter la politique monétaire que nous envisageons de mener cette année et pour vous donner un aperçu du processus de décision en matière de politique monétaire.

Lors de la conférence de presse que nous avons donnée en décembre, nous nous sommes efforcés de véhiculer les trois messages suivants:

- d'abord, qu'un durcissement de la politique monétaire n'était pas envisagé en 1998;
- ensuite, que nous avons l'intention de conférer plus d'importance à l'agrégat monétaire plus large  $M_3$ ;
- enfin, que nous projetions de recourir à d'autres indicateurs pour apprécier notre politique monétaire.

Permettez-moi de revenir sur chacun des points que je viens d'évoquer et de les commenter plus en détail.

## 1 La politique monétaire en 1998

Quelles sont les raisons qui ont motivé la décision de ne pas resserrer les rênes monétaires en 1998? Cette décision repose principalement sur une estimation de l'évolution de la conjoncture et des prix ainsi que sur une évaluation de la politique monétaire que nous avons menée jusqu'à ce jour.

En 1997 la reprise économique a enfin été au rendez-vous. Ce sont les exportations, qui, sous l'effet d'un regain progressif de dynamisme, ont donné les impulsions les plus fortes. Tandis que la demande intérieure n'affichait qu'une reprise hésitante, l'activité est restée déprimée notamment dans le secteur clé de la construction.

En cours d'année, le taux de chômage a amorcé un léger repli. Même si cette baisse est surtout attribuable à la mise en œuvre de programmes

d'aide à l'emploi dans les cantons à la suite de la révision de la Loi sur l'assurance-chômage, d'autres indicateurs laissaient penser que le creux de la vague était dépassé. Néanmoins, une chose était certaine: le chômage ne se résorberait que lentement.

En matière de renchérissement, l'année passée a été placée sous le signe de la stabilité: les prix à la consommation ont augmenté de 0,5% et l'indice des prix à la production et à l'importation est resté inchangé. Aucun risque d'inflation n'a été observé. Bien au contraire, des mesures de libéralisation et une concurrence plus âpre ont fait baisser les prix dans certains secteurs, ainsi celui de la communication.

L'an dernier, les perspectives de renouer avec une reprise économique en 1998 étaient favorables. Même si personne ne tablait sur une croissance économique fulgurante, la persistance d'une bonne conjoncture internationale laissait présager une forte demande de biens d'exportation suisses. La demande intérieure devrait amorcer une reprise et le secteur de la construction devrait lui aussi peu à peu sortir du tunnel. Dans ces conditions, les centres de recherche conjoncturelle comptaient sur une hausse du produit intérieur brut réel d'environ 2%, soit une évolution compatible avec l'objectif de croissance à long terme. Après la longue phase de stagnation, l'économie suisse se trouve en-deçà de son rythme de croissance à long terme, si bien qu'une croissance de 2% ne permettrait de réduire que partiellement l'écart de production. Toutefois, les prévisions sont optimistes quant au fait que la Suisse retrouvera le chemin de la croissance internationale.

En tant que banque centrale, il nous faut dépasser ces considérations et nous demander quelles seront les conséquences de la politique monétaire que nous mènerons dans les mois et années à venir sur l'évolution future de la conjoncture et des prix. Eu égard au décalage dans le temps entre la mise en œuvre de la politique monétaire et sa répercussion sur les prix, il y a lieu de déterminer si d'éventuelles mesures correctives s'avèrent nécessaires.

Fin 1997, le caractère restrictif de la politique monétaire a été plus difficile à évaluer qu'au cours des années précédentes. La monnaie centrale, notre indicateur phare, a enregistré une expansion rapide en début d'année. C'est surtout la demande de billets de 1000 francs qui s'est envolée subitement, une tendance que ne pouvaient justifier ni l'évolu-

tion des revenus ni celle des taux d'intérêt. Nous avons été forcés d'admettre que cette progression était l'expression d'un déplacement de la demande. C'est la raison pour laquelle nous avons augmenté l'offre de monnaie dans une mesure qui permettait de faire face à la demande supplémentaire de billets de banque et d'empêcher que cette dernière n'entraîne une hausse indésirable des taux d'intérêt.

Néanmoins, il ne faisait aucun doute que la progression de la monnaie centrale avait porté le caractère expansionniste de la masse monétaire bien au-delà des prévisions, ce qui, provisoirement au moins, avait réduit la fiabilité de cet agrégat en tant qu'indicateur de la politique monétaire. Dans ces conditions, nous avons davantage prêté attention à des agrégats monétaires répondant à des définitions plus larges, notamment à  $M_3$ , dont l'évolution présente un rapport fiable avec celle des prix.

Depuis la fin 1995 la croissance de  $M_3$  s'est accélérée, reflétant ainsi la souplesse de notre politique monétaire. La forte progression de  $M_3$  s'est poursuivie au cours du premier semestre de 1997. Aussi étions-nous d'avis qu'un durcissement de la politique monétaire s'imposerait tôt ou tard. En octobre, les signes d'une reprise conjoncturelle se multipliant, nous avons donné le feu vert à un relèvement modéré des taux d'intérêt à court terme, à l'instar d'autres pays européens, notamment de l'Allemagne. Nous estimions qu'un léger resserrement des rênes monétaires était nécessaire pour modérer l'expansion de la masse monétaire et, partant, préserver la stabilité des prix à plus long terme.

Néanmoins, au cours du quatrième trimestre, nous avons révisé notre jugement. La crise qui a secoué les pays du Sud-Est asiatique a entraîné des fluctuations de cours de forte amplitude sur les marchés financiers du monde entier, démontrant de façon éclatante l'interdépendance croissante de l'économie mondiale. Le franc a subi une pression à la hausse, ce qui a accentué le caractère restrictif de notre politique monétaire. Fin novembre, nous avons clairement laissé entendre que nous ne saurions tolérer une appréciation du franc. Pour contenir ce mouvement, nous avons injecté des liquidités supplémentaires dans le marché monétaire. Fin octobre, la croissance de  $M_3$  avait retrouvé les 4% atteints en septembre, un rythme qui devrait être compatible avec la stabilité des prix. Ce résultat nous a incités à penser que le surcroît de liqui-

dités, qui subsistait encore en début d'année, avait été en majeure partie résorbé. Un examen approfondi de l'évolution de la monnaie centrale nous a confortés dans notre appréciation; en effet, il suffisait d'estimer les déplacements de la demande susmentionnés pour constater que la monnaie centrale avoisinait son objectif de croissance à moyen terme de 1%.

La normalisation de la croissance de la masse monétaire nous a permis de disposer d'une marge de manœuvre pour tenir compte du cours de change sans mettre en danger la stabilité des prix à moyen terme. Mais elle signifiait surtout qu'un resserrement des rênes monétaires ne s'imposerait pas en 1998. Car si la croissance économique réelle ne déjoue pas les prévisions, la masse monétaire devrait continuer d'évoluer à un rythme qui serait compatible avec une croissance économique équilibrée et la stabilité des prix.

Comme vous l'aurez constaté, les décisions touchant à la politique monétaire se fondent en grande partie sur des prévisions. La conséquence est qu'il nous faudra nous écarter de notre cap si les hypothèses émises ne prennent pas la tournure escomptée. Récemment, les turbulences en Asie du Sud-Est ont incité le Fonds monétaire international et l'OCDE à réviser légèrement à la baisse leurs prévisions pour les pays industriels. Il est extrêmement difficile d'estimer les conséquences de ce type de crise. Une chose est sûre, il faut que nous nous tenions sur nos gardes, car si la croissance économique en termes réels devait être bien inférieure aux attentes, la progression de la masse monétaire pourrait elle aussi faiblir nettement. Pour empêcher qu'un tel scénario indésirable ne se produise, nous serions obligés de procéder à une nouvelle baisse des taux d'intérêt. En revanche, si la reprise conjoncturelle était plus forte que prévu, nous devrions en principe relever les taux d'intérêt. Néanmoins, ce relèvement n'interviendrait pas sans que nous ayons au préalable pris en compte d'autres indicateurs, notamment l'évolution des cours de change, la conjoncture à l'étranger, les taux d'intérêt à long terme et les prévisions d'inflation. Je reviendrai sur ces différents points dans la suite de mon exposé.

## 2 La masse monétaire $M_3$ en tant qu'indicateur de la politique monétaire

J'en arrive au deuxième point abordé lors de notre conférence de presse, à savoir la prise en compte plus fréquente de l'agrégat monétaire dans une acception plus large, c'est à dire sous l'angle de  $M_3$ .

Il est notoire que bien avant de se refléter dans le niveau des prix, les impulsions de la politique monétaire se répercutent d'abord sur la production nationale dans son ensemble. Une banque d'émission a donc besoin d'indicateurs anticipés, qui la renseignent sur l'évolution future de la production et des prix, bref, du produit intérieur brut nominal. Ce n'est que sur la base de tels indicateurs que la banque pourra mener sa politique monétaire conformément aux exigences de la situation.

Parmi les principaux indicateurs anticipés, on trouve les agrégats monétaires. Ces derniers jouent donc un rôle prépondérant dans toutes les stratégies de politique monétaire, ce qui ne signifie pas forcément que les banques d'émission publient également des objectifs pour les agrégats monétaires. Ces dernières années, quelques banques centrales ont abandonné l'habitude de communiquer des objectifs pour la masse monétaire en raison notamment de l'instabilité de la demande de monnaie, laquelle est principalement imputable aux innovations financières. Ces banques, à l'enseigne de la notable Bank of England, préfèrent recourir à une multitude d'indicateurs pour asseoir leurs pronostics sur l'évolution future de la production et des prix. Lorsque les prévisions ne sont pas compatibles avec l'évolution visée, la banque prend les mesures rectificatives qui s'imposent. S'il est vrai que, dans cette méthode, les agrégats monétaires n'occupent plus le devant de la scène lorsque la banque dévoile ses intentions en matière de politique monétaire, il reste qu'ils tiennent leur place parmi les indicateurs de la politique monétaire.

Comme nous l'avons déjà évoqué précédemment, la monnaie centrale a joué le rôle d'indicateur phare en Suisse dès 1980. La monnaie centrale est un agrégat répondant à une définition très étroite, qui est formée des billets de banque en circulation et des avoirs que les banques commerciales détiennent en comptes de virements à la Banque nationale. Jusqu'en 1989, nous fixions des objectifs de croissance annuelle pour cet agrégat.

Mais depuis 1990, c'est un sentier de croissance à moyen terme qui nous sert de guide pour l'orientation à donner à la monnaie centrale. Quels sont les avantages de la monnaie centrale par rapport à d'autres agrégats monétaires? D'abord, fondamentalement, la monnaie centrale est un indicateur fiable. Ensuite, elle peut être gérée facilement et constitue une source quotidienne d'informations. Enfin, dernier avantage et non des moindres: elle est beaucoup moins sujette aux fluctuations à court terme que les autres agrégats monétaires, ce qui simplifie son interprétation.

Mais comme j'y ai fait allusion un peu plus haut, la monnaie centrale a été confrontée à des problèmes dans les années 1996 et 1997, des problèmes qui se sont aggravés avec l'augmentation massive de la demande de billets de 1000 francs. Même si nous avons un tant soit peu réussi à identifier ces distorsions et à retirer de nouvelles informations utiles de l'évolution de la monnaie centrale, elles ont considérablement entravé la communication de la politique monétaire. C'est la raison pour laquelle nous avons décidé que, provisoirement au moins, nous ne nous référerons pas uniquement à la monnaie centrale mais à plusieurs autres indicateurs.

En Suisse, nous profitons toujours du fait qu'à moyen terme les agrégats répondant aux définitions larges présentent encore un rapport relativement stable avec le niveau des prix. Ainsi, des modèles économétriques de l'évolution des prix en Suisse expliquent essentiellement la tendance inflationniste à long terme par la croissance des agrégats monétaires. Néanmoins, tous les agrégats ne se valent pas en tant qu'indicateurs de la politique monétaire. Comme je l'ai déjà suggéré, la raison principale tient à ce que ces agrégats réagissent très différemment aux variations des taux d'intérêt.

Je m'explique. Les taux d'intérêt connaissent une évolution cyclique. En période de haute conjoncture, la politique monétaire, définie par la banque centrale dans la perspective de garantir la stabilité des prix à moyen terme, devient automatiquement plus restrictive. L'alimentation en liquidités est moins généreuse et les taux d'intérêt se tendent. Au contraire, en période de ralentissement conjoncturel, la demande de monnaie faiblit dans le sillage du tassement de l'activité économique, ce qui se traduit par une baisse des taux d'intérêt. De telles fluctuations des taux sont tout à fait souhaitables. En déclenchant ces fluctuations, la poli-

tique monétaire exerce aussi une fonction régulatrice de la conjoncture.

Pourtant, nul n'ignore que la demande de monnaie n'évolue pas uniquement positivement en fonction du revenu mais aussi en sens contraire en fonction des taux d'intérêt. Ainsi, quand les taux d'intérêt grimpent, la demande de monnaie diminue, la conservation de moyens de paiement non rémunérés ou à faible taux d'intérêt occasionnant des frais sous forme d'intérêts non perçus. Les agents économiques s'efforcent de maintenir ces coûts d'opportunité aussi bas que possible en réduisant la conservation de monnaie au détriment de placement mieux rémunérés. Inversement, la demande de monnaie repart à la hausse dès que les taux d'intérêt fléchissent et que les coûts d'opportunité pèsent moins lourd.

Les coûts d'opportunité des agrégats monétaires  $M_1$  et  $M_2$ , qui outre les dépôts à vue et les dépôts d'épargne englobent des fonds sans intérêt ou à intérêt faible, sont particulièrement élevés. C'est la raison pour laquelle les relèvements des taux d'intérêt entraînent régulièrement des transferts vers des placements mieux rémunérés tels que les dépôts à terme, qui ne sont pas compris dans les agrégats. Ce phénomène rend  $M_1$  et  $M_2$  très volatils. Voilà pourquoi il s'avère souvent difficile de dégager une tendance de ces évolutions et d'obtenir des points de repère pour définir le caractère restrictif de la politique monétaire. Dès lors, vous comprendrez mieux pourquoi, ces derniers temps, nous avons suivi de plus en plus attentivement l'évolution de  $M_3$ , qui englobe les dépôts à terme et, partant, est moins sensible aux transferts liés à la fluctuation des taux d'intérêt.

Je vous l'expliquais plus haut, la progression de  $M_3$  présente un rapport stable avec l'évolution du renchérissement après une période d'environ trois ans. La masse monétaire  $M_3$  remplit ainsi les principales conditions requises pour devenir un indicateur de la politique monétaire. Des études montrent qu'une expansion moyenne de  $M_3$  de l'ordre de 4% est compatible avec une stabilité des prix à moyen terme. Si on la compare avec la croissance de 1% de la monnaie centrale, celle de  $M_3$  est élevée. Comment avons-nous obtenu ce chiffre? Nous admettons qu'en Suisse le rythme potentiel annuel de croissance tourne autour de 2% et que la stabilité des prix règne lorsque l'indice des prix à la consommation progresse d'environ 1%. Dans ces conditions, la croissance à moyen terme du produit intérieur brut nominal s'élève à 3% par an. Mais il



y a lieu de tenir compte du fait que la vitesse de circulation de  $M_3$  diminue quelque peu avec le temps étant donné que les dépôts à terme, l'une des principales composantes de  $M_3$ , enregistrent une progression beaucoup plus forte que le produit intérieur brut nominal. En effet, les dépôts à terme ne servent pas de moyens de transaction mais de placements de capitaux.

Néanmoins,  $M_3$  réagit aussi quelque peu aux variations des taux d'intérêt, ce qui signifie qu'on ne peut pas en faire d'extrapolation mécanique pour l'évolution de l'inflation. A preuve, les vives progressions enregistrées par  $M_3$  sur de courtes périodes dans les années 1982 puis 1993/94 ne se sont pas traduites par des poussées inflationnistes trois ans plus tard. Une accélération de la croissance de  $M_3$  ne va donc pas forcément de pair avec un potentiel d'inflation. La cause réside dans l'évolution cyclique des taux d'intérêt que j'évoquais précédemment. En 1982, tout comme en 1993/94, les taux d'intérêt suisses se sont repliés à la suite du tassement de la conjoncture. En conséquence, la demande de monnaie a nettement augmenté et la croissance de  $M_3$  s'est accélérée. Or cette situation ne comportait aucun risque d'inflation pour la simple raison que l'accélération de la croissance de  $M_3$  n'était qu'un effet secondaire du recul des taux d'intérêt.

Les fluctuations qui résultent des variations de taux d'intérêt peuvent parfois entraver la communication de la politique monétaire. A cela s'ajoute un autre problème qui tient à ce que la masse monétaire  $M_3$  réagit surtout aux taux d'intérêt à long terme, lesquels, loin de dépendre de la seule évolution des taux monétaires pratiqués en Suisse, subissent également l'influence d'autres facteurs tels que les fluctuations des taux d'intérêt à l'étranger et les perspectives d'inflation. La hausse des taux d'intérêt à long terme à l'étranger peut entraîner un ralentissement de la croissance de  $M_3$ , si bien que dans certaines circonstances le durcissement de la politique monétaire apparaît inutile. En revanche, si le relèvement des taux d'intérêt à long terme reflète une multiplication des anticipations inflationnistes, un resserrement des rênes monétaires est même souhaitable.

Ces remarques m'amènent au dernier point de mon exposé, à savoir l'importance d'autres indicateurs de la politique monétaire.

### 3 Le rôle des autres indicateurs

A l'instar des autres agrégats monétaires dont la fiabilité est reconnue, la masse monétaire  $M_3$  est un indicateur qui fournit des renseignements sur l'évolution de l'inflation à moyen terme. Par contre, elle ne se prête pas aux prévisions de l'évolution des prix pour une période inférieure à trois ans. Or, une banque centrale doit aussi pouvoir se faire une idée de la situation à court terme, à savoir des stades intermédiaires du mécanisme de transmission de la politique monétaire. C'est la raison pour laquelle elle doit recourir à des indicateurs supplémentaires pour évaluer le caractère de sa politique monétaire.

La dynamique de l'économie exerce une influence décisive sur l'évolution du taux d'inflation. Pour l'évolution des prix à court terme, de nombreux pays ont adopté un indicateur très fiable: l'écart de production. Il mesure l'écart positif ou négatif entre la production effective et le sentier de croissance à long terme, ce qui permet d'estimer le potentiel de production. Lorsque la production effective se rapproche du sentier de croissance à long terme ou menace de passer au-dessus de lui, il faut s'attendre à des pénuries qui induiront une hausse des prix. Dans ces circonstances, la banque centrale se verra obligée d'envisager un durcissement de sa politique monétaire. Inversement, un écart de production important indique la présence de surcapacités, ce qui réduit le risque d'une augmentation du renchérissement à court terme.

Dans la pratique, l'écart de production n'est pas facile à mesurer. Le résultat dépend beaucoup des chiffres de croissance auxquels on se réfère. A titre d'exemple, l'écart de production de la Suisse s'inscrit actuellement à plus de 4% si l'on admet que le rythme potentiel de la croissance à long terme est resté inchangé dans les années 90, avoisinant les 2%. Cependant, il n'est pas exclu que l'effet conjugué d'une longue période de stagnation et d'une mutation structurelle rapide ait provisoirement exercé un frein sur la croissance, auquel cas le potentiel de production serait inférieur à ce que laisse supposer l'écart de production.

Le recours à l'écart de production n'étant pas suffisant, d'autres indicateurs doivent être consultés. Il s'agira par exemple des rapports de l'offre et de la demande sur le marché de l'emploi, qui renseignent sur l'évolution future des charges salariales. Mais là aussi, il convient de nuancer notre propos: les seuls chiffres du chômage ne sont pas

révélateurs de la situation réelle. En l'occurrence, nous essaierons tout particulièrement d'identifier la partie du chômage d'origine structurelle, dont l'évolution est indépendante de la conjoncture.

Dans un pays comme la Suisse, dont l'économie est ouverte, l'inflation subit également les effets des fluctuations de forte amplitude des cours de change. Dans ces conditions, l'évolution du cours de change réel apparaît comme un troisième indicateur clé de l'inflation à court terme qui vient s'ajouter à l'écart de production et aux chiffres du marché de l'emploi. Un fléchissement du cours de change réel risque d'entraîner une poussée inflationniste tandis qu'une flambée du cours peut induire des tendances déflationnistes. La rapidité avec laquelle les augmentations de prix liées aux fluctuations du cours de change se répercutent sur le niveau des prix dépend à son tour de l'évolution de la demande. Bien que le cours réel du franc ait cédé beaucoup de terrain jusqu'au début 1997, il n'est donc pas surprenant, eu égard à la morosité persistante de la demande intérieure, que les prix des biens importés aient à peine augmenté l'an dernier.

Enfin, l'interprétation de l'évolution des taux d'intérêt à long terme permet aussi de tirer des conclusions pour l'évolution du renchérissement. Un relèvement des taux longs peut indiquer une multiplication des anticipations inflationnistes dans l'économie. La prudence sera donc de mise. Mais la hausse des taux d'intérêt à long terme peut aussi être liée à d'autres facteurs tels qu'une augmentation des taux d'intérêt à l'étranger. En outre, il ne faut jamais perdre de vue qu'une pénurie sur les marchés des capitaux ou que l'évolution de la productivité peuvent exercer une influence sur le rendement réel du capital.

Vous le voyez, avant de tirer des conclusions de l'évolution des indicateurs à court terme pour la politique monétaire, il convient de les analyser minutieusement. Les indicateurs ne doivent pas être considérés isolément mais dans leur ensemble. Et surtout, les indicateurs ne remplacent pas les agrégats mais les complètent, en raison de l'important retard avec lequel la politique monétaire se répercute sur l'évolution des prix. Ainsi, lorsque la réduction rapide de l'écart de production indique un risque d'inflation, il est souvent trop tard pour empêcher une augmentation des prix. Dans le meilleur des cas, l'institut d'émission pourra atténuer ses effets. Vous l'aurez compris, une banque centrale a besoin d'indicateurs qui, de la même façon

que les agrégats monétaires, lui fournissent des informations sur l'évolution des prix à long terme.

## 4 Conclusion et perspectives d'avenir

Voici venu le moment de conclure. J'ai commencé mon exposé en affirmant que nous n'envisageons aucun durcissement de la politique monétaire cette année. J'ai poursuivi en déclarant qu'actuellement les risques d'inflation nous semblaient faibles en Suisse, une estimation que justifient tant l'évolution des agrégats monétaires que celle des indicateurs à court terme. En d'autres termes, nous avons actuellement la chance de vivre dans un contexte où tous les indicateurs clés suivent la même tendance, ce qui ne sera pas toujours le cas. En effet, les banques centrales se trouvent généralement dans des positions délicates où chaque décision doit être pesée. Parfois, elles sont même contraintes de s'écarter du cap garantissant la stabilité, ainsi quand des troubles surviennent sur les marchés financiers. Nous devons par exemple nous attendre à ce que le passage à la troisième phase de l'Union économique et monétaire puisse déclencher des fluctuations importantes du cours du franc. C'est la raison pour laquelle nous avons annoncé clairement, lors de notre conférence de presse, que nous mettrons en œuvre les moyens monétaires dont nous disposons pour contrer une évolution indésirable, sur le plan macroéconomique, des cours de change.

Dans l'ensemble, nos intentions en matière de politique monétaire pour cette année ont été bien accueillies. Nous avons apprécié cette réaction favorable. En effet, nous avons besoin de l'appui de l'économie et de la société pour notre politique monétaire. Pas seulement maintenant, où nous tablons sur la poursuite d'une politique monétaire expansionniste et des taux d'intérêt bas; cet appui nous sera aussi nécessaire lorsqu'il nous faudra resserrer les rênes monétaires pour pouvoir garantir la stabilité des prix à moyen terme.

En d'autres termes je dirais qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix doit reposer sur un consensus social. Ce consensus doit porter sur trois éléments. D'abord, l'intérêt économique de la stabilité des prix doit être reconnu et le coût important de l'inflation ne saurait s'effacer devant les avantages temporaires que celle-ci procure.

Ensuite, le consensus doit exister sur les limites de la politique monétaire. S'il est vrai que la politique monétaire est un instrument efficace de la politique économique, il reste que sa mise en œuvre est loin d'être facile, en raison de l'important décalage dans le temps entre le moment de son application et les effets qu'elle produit. A long terme, elle ne peut exercer d'influence que sur l'évolution des prix. En garantissant un cadre stable, la politique monétaire prépare un terrain propice à un développement économique dynamique. Enfin, le consensus doit porter sur une méfiance saine à l'égard de recettes simples telles que l'exigence, trop souvent superficielle, d'une politique monétaire flexible et axée sur le court terme.

Jusqu'à ce jour nous avons eu la chance de pouvoir compter sur un tel consensus en Suisse. En dépit de certains pics d'inflation, il fut l'artisan d'un degré élevé de stabilité des prix après l'effondrement du système de taux de change fixes de Bretton Woods il y a un quart de siècle. J'espère que ce consensus social s'affermira aussi en Europe et que la future Banque centrale européenne obtiendra le soutien nécessaire à la mise en œuvre d'une politique axée sur la stabilité. Alors, il y a fort à parier que l'Union économique et monétaire sera pour la communauté européenne une source de bénéfices à la hauteur de ses attentes.

# Les relations financières entre la Banque nationale suisse et le Fonds monétaire international

Article d'Irma Cruz

Mme Irma Cruz a été, jusqu'au mois d'octobre 1997, collaboratrice scientifique à la Direction des relations monétaires internationales

La Suisse a adhéré au Fonds monétaire international (FMI) en 1992, après l'adoption de la loi fédérale concernant la participation de la Suisse aux institutions de Bretton Woods. En vertu de cette loi, la Banque nationale fournit les prestations financières qui incombent à la Suisse et est chargée du déroulement des transactions financières avec le FMI. En outre, elle gère les comptes en francs suisses du FMI. Les relations financières entre le FMI et l'institut d'émission se répercutent sur les comptes annuels de ce dernier. Le présent article commente ces transactions et les postes concernés du bilan et du compte de résultat.

L'article comprend quatre parties. La première contient une brève description des tâches du FMI. La deuxième porte sur la question du financement des activités du FMI. La troisième partie examine, à l'aide d'un bilan simplifié de la Banque nationale, les transactions entre le FMI et la BNS. La dernière, enfin, est consacrée aux répercussions sur le compte de résultat de l'institut d'émission.

## 1 Tâches du FMI

Le FMI, créé en 1945, est une organisation économique et monétaire à laquelle presque tous les pays du monde ont adhéré. Pour l'essentiel, il s'agit d'une institution permanente qui vise à promouvoir la coopération pour faire face aux problèmes monétaires internationaux. Parmi ses tâches principales figure la surveillance de la politique économique des Etats membres. A cet effet, le FMI organise, en général une fois par an, des consultations avec chacun de ses membres. Dans le cadre de ces consultations, il analyse les principaux aspects de la politique économique des pays, attire l'attention des gouvernements sur des évolutions dangereuses et leur recommande l'adoption de mesures correctives. En outre, le FMI procède deux fois par an à un examen des développements et des perspectives de l'économie mondiale, ce qui permet de placer la politique économique de chaque pays membre dans un contexte global. La deuxième tâche principale du FMI est d'accorder, à certaines conditions, des crédits d'aide à la balance des paiements aux pays membres qui se heurtent à des déséquilibres de leurs comptes extérieurs ou ont des réserves monétaires insuffisantes. Le pays concerné doit s'engager à mettre en œuvre un programme d'ajustement visant à réduire le déficit de

sa balance des paiements. A court terme, il s'agit d'éliminer les causes du déséquilibre des comptes extérieurs et, à moyen terme, de créer des conditions-cadres favorables à une croissance durable.

Le *droit de tirage spécial* (DTS) est une unité de compte et un moyen de paiement pour les opérations et transactions avec le FMI. Sa valeur est calculée chaque jour à partir d'un panier de monnaies dont la composition fait l'objet d'un réexamen tous les cinq ans. Lors de la dernière révision, qui a eu lieu en 1995, la part du dollar des Etats-Unis – la principale monnaie du panier – a été fixée à 39%. Les autres monnaies du panier sont le mark allemand, le yen japonais, le franc français et la livre sterling. La création des DTS remonte aux années soixante. L'or et le dollar des Etats-Unis constituaient alors les principaux instruments de réserve du système monétaire international. Les Etats-Unis s'étaient engagés à échanger contre de l'or, à un prix fixe, les avoirs en dollars des banques centrales. Etant donné que la production d'or n'arrivait plus à suivre le rythme de croissance de l'économie mondiale, seule une hausse des réserves en dollars a pu satisfaire la demande, toujours plus forte, de réserves monétaires. Les avoirs que les banques centrales détenaient en dollars ont ainsi augmenté pour atteindre des montants nettement supérieurs aux réserves métalliques des Etats-Unis, d'où l'apparition d'un problème. Le dollar était de plus en plus menacé de subir une crise de confiance. Aussi le FMI a-t-il décidé, en 1967, de créer un instrument de réserve supplémentaire, le DTS. La première allocation de DTS a eu lieu en 1970. Jusqu'à ce jour, le FMI a alloué au total 21,4 milliards de DTS à ses membres. Ce montant correspond à environ 42 milliards de francs suisses. A fin 1997, les DTS représentaient près de 1,8% de l'ensemble des réserves monétaires internationales (sans l'or).

## 2 Sources de financement du FMI

La quote-part, ou participation au capital, que chaque Etat membre doit fournir lors de son adhésion constitue la principale source de financement du FMI. Pour le calcul des quotes-parts, le Fonds se base sur divers critères qui reflètent avant tout le poids et les caractéristiques économiques des pays. Tous les cinq ans au moins, le FMI est tenu de ré-examiner les quotes-parts et de proposer, le cas échéant, des ajustements. A fin avril 1997, la

1 Le taux de conversion appliqué ici est celui qui a été utilisé dans le rapport de gestion 1997 de la Banque nationale suisse, soit 1,9645 franc pour 1 DTS.

somme des quotes-parts des Etats membres atteignait 145,3 milliards de DTS, soit 285 milliards de francs suisses. La quote-part de la Suisse représente environ 1,7% du total. Pour chaque Etat membre, la quote-part sert notamment à déterminer le nombre de voix dont il dispose, mais aussi le montant maximum des ressources financières du Fonds auxquelles il peut avoir accès, c'est-à-dire de l'aide financière qu'il peut obtenir du Fonds en cas de nécessité.

Pour compléter ses ressources ordinaires (quotes-parts), le FMI est autorisé à se procurer des capitaux auprès de pays membres et non membres. Il peut à cet effet recourir à deux instruments, à savoir les Accords généraux d'emprunt et la facilité d'ajustement structurel renforcée. *Les Accords généraux d'emprunt* (AGE) ont été conclus en 1962. Il s'agit de lignes de crédit mises à la disposition du FMI par onze pays industrialisés (Groupe des Dix, dont la Suisse est membre) pour un montant total de 17 milliards de DTS. Ces crédits sont accordés dans la monnaie nationale des pays. Le Fonds ne peut recourir aux AGE que pour faire face à une situation de crise exceptionnelle, si ses propres ressources ordinaires ne suffisent pas et si la stabilité du système monétaire international est menacée. A l'origine, les AGE étaient destinés au financement de crédits octroyés par le Fonds aux pays participants uniquement, soit aux pays du Groupe des Dix. Depuis la révision des AGE de 1983, le FMI peut y recourir aussi pour des crédits à des non-participants. Les critères à remplir par ces derniers – conditionnalité – sont plus stricts.

En automne 1996, le FMI a convenu avec les Etats du Groupe des Dix et quatorze nouveaux participants de doubler la somme qu'il peut emprunter au titre des AGE pour la porter, dans le cadre d'une convention parallèle appelée *Nouveaux accords d'emprunt* (NAE), à 34 milliards de DTS. Cette augmentation tient compte de la forte expansion du commerce mondial et de la mobilité accrue des capitaux depuis la révision des AGE en 1983. Les pays participants doivent cependant encore ratifier les NAE. En Suisse, les Chambres fédérales ont approuvé en octobre, respectivement en décembre 1997 l'adhésion aux NAE.

La facilité *d'ajustement structurel renforcée* (FASR) consiste en des lignes de crédit ouvertes par plusieurs Etats membres, dont la Suisse. Elle permet au FMI d'accorder, à des conditions particulièrement avantageuses, des crédits à des pays en développement à faible revenu. Les pays qui sollicitent

un prêt au titre de la FASR doivent s'engager à mettre en œuvre un programme d'ajustement. Du fait que cette facilité contribue également à l'aide au développement, les pays créanciers ont établi, pour faciliter le déroulement des transactions, un «Compte de fiducie de la FASR». Ce compte spécial, qui est administré par le FMI, comprend un compte de prêts, un compte de bonification et une réserve. La FASR I, créée en 1987, a été dotée de ressources atteignant, au compte de prêts, 5,1 milliards de DTS. En 1993, elle a été remplacée par la FASR II, avec un compte de prêts disposant de 4,6 milliards de DTS.

Pour prendre le relais de la FASR II lorsque celle-ci aura pris fin, le FMI envisage de mettre sur pied une FASR autofinancée. Il estime en effet qu'à partir de l'an 2004 ou 2005, les remboursements d'anciens crédits seront suffisants pour asseoir la FASR sur une base financière autonome.

Le FMI peut en outre lever des capitaux sur les marchés financiers internationaux; jusqu'ici, il n'a toutefois jamais eu recours à cette possibilité.

2 L'augmentation des quotes-parts qui a été décidée en automne 1997 conduira, si une majorité des Etats membres accepte d'y participer, à un accroissement du capital du FMI de 45%, ce qui le portera à 212 milliards de DTS.

### 3 Statut de membre du FMI et répercussions sur le bilan de la Banque nationale

Les relations financières entre la Banque nationale et le FMI ont des répercussions sur le bilan de la Banque nationale (voir tableau). Ces répercussions sont visibles dans trois postes, à savoir «Position de réserve au FMI», «Moyens de paiement internationaux» et «Crédits d'aide monétaire». Dans un tableau séparé, qui accompagne le bilan, figurent les limites ouvertes dans le cadre des accords financiers supplémentaires que la Suisse a conclus avec le FMI. Il s'agit des «Accords généraux d'emprunt (AGE)» et de l'«Accord bilatéral ('two-way-arrangement') avec le FMI» pour des transactions en DTS (voir chapitre 3.2 ci-après). La partie du crédit au titre de la «Facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR II)» qui n'est pas encore utilisée apparaît aussi comme une limite ouverte. Ces accords sont des lignes de crédit ouvertes en faveur du FMI et auxquelles celui-ci peut faire appel en tout temps. La Banque nationale inscrit les limites ainsi ouvertes dans ses opérations hors bilan<sup>3</sup> et, dès que le FMI y recourt, porte les montants utilisés à son bilan.

#### 3.1 Position de réserve au FMI

La position de réserve est une créance de la Banque nationale sur le FMI. Elle est par conséquent inscrite à l'actif du bilan. Comme le précise la note de bas de page se référant à ce poste, elle correspond à la différence entre la quote-part de la Suisse au FMI et les avoirs à vue en francs que le Fonds détient à la Banque nationale. La quote-part de la Suisse est de 2470,4 millions de DTS, soit l'équivalent de 4853 millions de francs suisses. Un quart environ de ce montant a été versé au Fonds sous forme de devises et de DTS, en 1992, au moment de l'adhésion de la Suisse au FMI. Cette partie de la quote-part est appelée tranche de réserve et constitue la base de la position de réserve.

<sup>3</sup> Voir rapport de gestion 1997 de la Banque nationale suisse, p. 87

#### Bilan simplifié de la Banque nationale suisse au 31 décembre 1997

en millions de francs

<b>Actif</b>	
Or et créances résultant d'opérations sur or	11 906,5
Placements de devises	53 270,5
Position de réserve au FMI <sup>4</sup>	2 765,0
Moyens de paiement internationaux	452,4
dont DTS	350,5
Crédits d'aide monétaire	315,4
dont AGE	0
FASR	139,6
Autres actifs	7 194,7
<b>Total</b>	<b>75 904,5</b>
<b>Passif</b>	
Billets en circulation	32 141,8
Comptes de virements	5 100,8
Autres passifs	38 661,9
<b>Total</b>	<b>75 904,5</b>

#### Limites ouvertes fin 1997

en millions de francs

Accords généraux d'emprunt (AGE)	2 003,7
Accord bilatéral ("two-way-arrangement") avec le FMI	42,4
Facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR II)	160,8

<sup>4</sup> La position de réserve correspond à la différence entre la quote-part de la Suisse et les avoirs à vue en francs du FMI:  
Quote-part: fr. 4 853,0 mio.  
./.. Avoirs à vue, en francs, du FMI fr. 2 088,0 mio.

Position de réserve au FMI: fr. 2 765,0 mio.

Source: Rapport de gestion 1997 de la Banque nationale suisse, pp. 66/67, 77/78 et p. 87

Le solde de la quote-part a été versé en francs suisses sur des comptes du FMI (avoirs à vue, en francs suisses, du FMI à la Banque nationale). Ces avoirs sont une ligne de crédit en faveur du FMI. Lorsque celui-ci a recours à ses avoirs en francs suisses à la Banque nationale pour octroyer des prêts à des Etats membres, ses avoirs à vue diminuent, et la position de réserve de la Suisse augmente d'autant. En cas de remboursements en francs suisses, les avoirs à vue du FMI augmentent, et la position de réserve de la Suisse diminue en conséquence. En cas de difficultés de balance des paiements, la Banque nationale peut effectuer en tout temps, et sans justification, des tirages sur sa position de réserve. Le FMI rémunère la position de réserve à un taux qui dépend du taux d'intérêt appliqué au DTS. Le taux d'intérêt du DTS est égal à la moyenne pondérée des taux d'intérêt pratiqués pour certains instruments financiers à court terme dans chacun des cinq pays dont les monnaies composent le panier du DTS.

Du fait de l'application du principe net, seule la position de réserve au FMI figure au bilan de l'institut d'émission.<sup>5</sup> A fin 1997, la position de réserve de la Suisse était de 1407,5 millions de DTS (2765 millions de francs). Les avoirs à vue, en francs, du FMI à la Banque nationale, s'élevaient à 1062,9 millions de DTS, soit à 2088 millions de francs.

### 3.2 Moyens de paiement internationaux: droits de tirage spéciaux

Sous le poste «Moyens de paiement internationaux» du bilan de la Banque nationale figurent, en plus des écus, les DTS. Il s'agit d'avoirs à vue, rémunérés, au FMI. Les intérêts sont versés eux aussi en DTS. Bien que la Suisse n'ait bénéficié jusqu'ici d'aucune allocation de DTS (elle est devenue membre du FMI après la dernière allocation générale qui remonte à 1981), la Banque nationale détient des DTS depuis 1980 déjà. Avant l'adhésion de la Suisse au FMI, la Banque nationale avait obtenu le statut d'«autre détenteur» de DTS, statut qui lui a permis d'acquérir, de détenir et de céder des DTS en passant des opérations avec des membres du FMI et d'«autres détenteurs». La Banque nationale a ainsi acquis des DTS, de diverses banques centrales, contre des dollars des Etats-Unis ou

des marks allemands. A fin 1997, les DTS acquis par la Banque nationale représentaient 350,5 millions de francs.

Après l'adhésion de la Suisse au FMI, la Banque nationale a conclu avec celui-ci un accord bilatéral – «two-way-arrangement» – sur l'échange de DTS contre devises. Si un pays veut acheter ou vendre des DTS, il charge le FMI de chercher un vendeur ou un acheteur. Pour simplifier cette recherche, le FMI a conclu de tels accords avec plusieurs pays. Le pays contractant fixe un plafond pour ses acquisitions de DTS contre devises. La Banque nationale s'est ainsi engagée à acquérir jusqu'à 200 millions de DTS. Pour tenir compte de cette limite ouverte, elle doit tenir à disposition des réserves de devises pour un montant équivalent. Parmi les limites ouvertes à fin 1997, 42,4 millions de francs figuraient en regard du poste «Accord bilatéral 'two-way-arrangement' avec le FMI». Ce montant correspond à la différence entre la somme maximale de 200 millions de DTS que la Suisse est disposée à détenir et les avoirs en DTS, soit 178,4 millions de DTS. Ces 178,4 millions de DTS correspondent aux moyens de paiement internationaux en DTS dont la Banque nationale disposait à fin 1997. Si les avoirs en DTS atteignent un jour 200 millions de DTS, le poste «Accord bilatéral 'two-way-arrangement' avec le FMI», dans les limites ouvertes, tombera alors à zéro.

En automne 1997, les autorités compétentes du FMI ont décidé de procéder à une allocation sélective de 21,4 milliards de DTS. Il en résultera un doublement du montant total des DTS en circulation. Après cette allocation, chacun des pays membres du FMI aura reçu des DTS dans une proportion égale, correspondant à 29,3% de sa quote-part. La Suisse se verra attribuée 0,7 milliards de DTS. Afin de créer les fondements juridiques permettant une allocation sélective, les Statuts du FMI doivent encore être modifiés. Avec cette première allocation de DTS à la Suisse, il conviendra de s'interroger sur la façon de comptabiliser les DTS attribués. Ceux-ci doivent en effet être considérés comme un crédit, attendu que le FMI peut, dans certains cas, en demander la restitution.<sup>6</sup> C'est pourquoi plusieurs banques centrales ont choisi de porter les DTS reçus lors d'allocations aussi bien à l'actif qu'au passif de leur bilan. Il serait possible par exemple de comptabiliser à l'actif les DTS attribués, comme ceux qui ont été acquis, et de créer, au passif, un «Compte de compensation pour DTS attribués». En cas de comptabilisation à l'actif et au passif, une

<sup>5</sup> La présentation détaillée apparaît dans le commentaire du bilan. Voir rapport de gestion 1997 de la Banque nationale suisse, p. 77

<sup>6</sup> Le FMI peut demander la restitution des DTS alloués si l'Etat membre quitte cette institution, si le FMI est liquidé ou si une majorité des Etats membres décide que les DTS ne devront plus être utilisés.



attribution de DTS engendre un gonflement du bilan. En outre, les intérêts débiteurs et créanciers se compensent aussi longtemps que les DTS attribués ne sont pas utilisés.

### 3.3 Accords généraux d'emprunt (AGE)

Sur les 17 milliards de DTS mis à la disposition du FMI au titre des AGE, la Suisse participe à raison de 1020 millions de DTS (2003,7 millions de francs). La Banque nationale est l'institution participante aux AGE. Les crédits qu'elle accorde au FMI dans le cadre de ces accords ne bénéficient pas de la garantie de la Confédération. N'ayant plus été utilisés depuis 1983, les AGE figurent actuellement non pas dans le bilan, mais parmi les limites ouvertes. En cas de mise à contribution des AGE, la Banque nationale inscrit les montants fournis à l'actif de son bilan, sous le poste «Crédits d'aide monétaire». Les sommes versées par l'institut d'émission sont libellées en francs suisses.

Pour les NAE, il est prévu que, comme pour les AGE, la Banque nationale sera l'institution participante. Elle assurera également le financement des prêts au titre des NAE qui, eux non plus, ne bénéficieront pas de la garantie de la Confédération. Après que les NAE seront entrés en vigueur, ceux-ci seront comptabilisés dans les livres de la Banque nationale selon les principes déjà appliqués aux AGE. La part non utilisée figurera parmi les limites ouvertes.

### 3.4 Facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR)

La participation de la Suisse à la FASR I a été prise en charge par la Confédération qui a contribué à raison de 200 millions de DTS au compte de prêts et de 100 millions de DTS au compte de bonification. La FASR I n'apparaît donc pas dans les livres de la Banque nationale.

Pour la FASR II, la Confédération participe au compte de bonification (41,2 millions de DTS), mais l'institut d'émission a ouvert le crédit (152,9 millions de DTS). La Confédération garantit à la Banque nationale le remboursement des crédits FASR dans les délais. En 1997, le FMI a utilisé une partie

des fonds mis à sa disposition par la Banque nationale au titre de la FASR. Dans les comptes annuels à fin 1997, les montants concernés ont été comptabilisés à l'actif du bilan, sous le poste «Crédits d'aide monétaire». Quant à la part non utilisée du crédit, elle est indiquée dans les opérations hors bilan, parmi les limites ouvertes. Les crédits FASR octroyés par l'institut d'émission sont libellés en dollars des Etats-Unis.

## 4 Compte de résultat

Le compte de résultat de la Banque nationale montre que les transactions avec le FMI ont des répercussions sur trois de ses postes (voir tableau). Les intérêts versés par le FMI sur la position de réserve figurent sous «Produit de la position de réserve au FMI». Ceux qui sont versés sur les DTS acquis par la Banque nationale (au bilan, ces avoirs entrent dans les «Moyens de paiement internationaux») sont comptabilisés sous «Produit des moyens de paiement internationaux». Enfin, les intérêts bonifiés par le FMI en cas de recours aux AGE et à la FASR sont portés sous «Produit des crédits d'aide monétaire».

#### Compte de résultat simplifié de la Banque nationale suisse pour 1997

en millions de francs

<b>Produit</b>	
des opérations sur or	2,6
des placements de devises	2 067,5
de la position de réserve au FMI	69,9
des moyens de paiement internationaux	14,0
dont DTS	9,2
des crédits d'aide monétaire	12,9
dont AGE	0
FASR	3,4
Autres produits	301,3
<b>Produit brut</b>	<b>2 468,4</b>
Charges	-243,8
Postes extraordinaires et hors opérations	-1 616,5
<b>Bénéfice de l'exercice</b>	<b>608,0</b>

Source: Rapport de gestion 1997 de la Banque nationale suisse, p. 65

# La mobilité des capitaux au sein de l'Union européenne

Article d'Anne Kleinewefers Lehner  
Etat-major de la Banque nationale suisse, Berne

# 1 Introduction

La théorie des espaces monétaires optimaux avance que divers critères doivent être remplis pour que des pays puissent former une union monétaire sans qu'il en résulte des coûts élevés sous forme d'une chute de la production ou d'une augmentation du chômage.<sup>1</sup> L'instauration d'une union monétaire fait disparaître l'instrument de politique économique que constitue le taux de change. Cela n'est sans problème que si les pays membres ne subissent pas de chocs asymétriques ou s'il existe des mécanismes d'ajustement atténuant ces chocs. Parmi ces mécanismes, on citera notamment la flexibilité des prix et la mobilité des facteurs de production que sont le travail et le capital. Comme la flexibilité des prix et la mobilité de la main-d'œuvre sont limitées dans le court terme, la mobilité du capital joue un rôle d'autant plus important pour amortir les chocs asymétriques.

La présente étude analyse l'ampleur de la mobilité des capitaux entre les 15 pays de l'Union européenne qui ont pour objectif de constituer une union monétaire. L'étude porte sur la période comprise entre 1980 et 1995. On ne saurait cependant extrapoler tels quels les résultats du passé car l'instauration d'une monnaie unique devrait avoir des incidences sur la mobilité du capital ainsi que sur l'ampleur des chocs asymétriques. Aussi la prudence est-elle de mise si l'on veut tirer des conclusions de cette étude pour le fonctionnement de la future union monétaire.

## 2 Méthodes de mesure de la mobilité des capitaux

Dans la littérature empirique, on recourt essentiellement à trois méthodes de mesure de la mobilité des capitaux (cf. Obstfeld, 1994): le test de la parité couverte des taux d'intérêt, la mesure des corrélations de consommation internationales, et l'estimation de la relation entre l'épargne nationale et l'investissement national (approche de Feldstein-Horioka). Le test de la parité couverte des taux d'intérêts revient à comparer les rendements de placements identiques à l'intérieur du pays et à l'étranger. Ainsi, avec une parfaite mobilité des capitaux et selon la loi du prix unique, un dépôt à 3 mois en DM à Francfort, par exemple, doit dégager le même rendement que le même placement

effectué à Londres. Un écart de rémunération signale l'existence ou l'anticipation de contrôles des mouvements de capitaux tandis qu'une parité de rendement indique l'absence d'obstacles institutionnels (par exemple contrôles des mouvements de capitaux ou fiscalité discriminatoire).

La mensuration de la mobilité des capitaux par les corrélations de consommation internationales se base sur l'idée que le risque de consommation est négocié sur les marchés des capitaux internationaux; cela constitue pour chaque pays une sorte d'assurance contre les fluctuations asymétriques de la consommation nationale. Si tous les risques sont négociables et, de ce fait, assurables, s'il ne se produit pas de chocs de préférence et si la mobilité des capitaux est parfaite, les taux de croissance réelle de la consommation per capita de divers pays devraient présenter une corrélation parfaite. En revanche, l'apparition d'une corrélation imparfaite peut provenir d'une mobilité des capitaux insuffisante, de l'existence de risques de consommation non négociables ou de l'apparition de chocs de préférence.

L'approche de Feldstein et Horioka (1980), finalement, se fonde sur le principe que si la mobilité des capitaux est parfaite, l'épargne d'un pays va se placer là où elle est le mieux rémunérée. Un accroissement de l'épargne nationale n'entraîne donc pas automatiquement une augmentation du capital national. Dans l'équation

$$I/Y = a + bS/Y$$

$I$  représente l'investissement,  $S$  l'épargne et  $Y$  le revenu national. Une relation lâche entre le taux d'épargne et le taux d'investissement national (petit  $b$ ) traduit un haut niveau de mobilité du capital tandis qu'un  $b$  élevé indique une faible mobilité du capital.

L'estimation de la mobilité du capital au moyen des trois méthodes décrites ci-dessus débouche souvent sur des résultats différents. Typiquement, le test de la parité couverte des taux d'intérêts présente un niveau élevé de mobilité internationale des capitaux pour les pays industriels (cf. Popper, 1993; Obstfeld, 1994; Eijffinger et Lemmen, 1995), tandis que les deux autres méthodes traduisent une mobilité limitée des capitaux. Ainsi, pour les années quatre-vingt, Feldstein et Bacchetta (1991) ainsi qu'Obstfeld (1994) obtiennent des coefficients  $b$  selon la méthode Feldstein-Horioka de 0,6 à 0,7. Ces résultats

1 Pour un aperçu de la théorie des espaces monétaires optimaux, voir p. ex. Kleinewefers Lehner (1997).

apparemment contradictoires et le résultat contre-intuitif de Feldstein et Horioka sont connus dans la littérature sous la désignation de «Feldstein-Horioka-puzzle».

Or, l'énigme est en grande partie levée lorsque l'on tient compte de la comparabilité limitée des trois tests et de leurs résultats. Ainsi, la parité couverte des taux d'intérêts indique que le rendement de deux placements homogènes et identiques qui ne diffèrent que par leur emplacement géographique doit être égal. La validité de la parité couverte des taux d'intérêts ne fait donc que signaler une haute mobilité du capital investi dans le type de placements auquel le test se rapporte.

L'examen de la mobilité du capital à partir de la relation entre l'épargne et l'investissement (ou à partir de corrélations de consommation) constitue, en revanche, un test d'une tout autre ampleur car il porte sur la totalité et non seulement sur une partie du capital. Si celui-ci n'est pas seulement investi dans des dépôts standardisés mais également en actions étrangères, en participations directes, en immobilier etc., l'investisseur aura besoin de bien plus d'informations. La recherche d'informations est plus difficile et plus coûteuse pour un investisseur étranger que pour un investisseur national. Gordon et Bovenberg (1996) retiennent donc l'hypothèse d'une asymétrie d'information entre les investisseurs étrangers et nationaux. Cette asymétrie permet d'expliquer, au moins partiellement, de manière plausible la corrélation observée entre l'épargne nationale et l'investissement national. Cette interprétation est également compatible avec la validité de la parité couverte des taux d'intérêts car, avec les dépôts standardisés, l'asymétrie de l'information disparaît en grande partie.

### 3 La mobilité des capitaux au sein de l'Union européenne selon l'approche de Feldstein-Horioka

Dans des conditions idéales, la mobilité des capitaux au sein d'une union monétaire devrait porter sur la totalité et non seulement sur une partie du capital; ainsi les chocs asymétriques peuvent être absorbés de manière optimale. C'est pourquoi la mobilité des capitaux entre pays membres de l'UE sera analysée ici selon la méthode de Feldstein-Horioka.

Empiriquement, on peut examiner le rapport entre l'épargne et l'investissement par des analyses transversales et longitudinales. Feldstein et Horioka et la plupart des études ultérieures (Feldstein 1983, Obstfeld 1986, Tesar 1991, Feldstein et Bacchetta 1991, Obstfeld 1994) travaillent sur des statistiques transversales de pays de l'OCDE en utilisant à chaque fois des moyennes pluriannuelles pour les taux d'épargne et d'investissement. Le recours aux moyennes et aux comparaisons transversales permet de lisser les fluctuations cycliques communes de l'épargne et de l'investissement et élimine ainsi le risque d'une surestimation du paramètre  $b$ . Si dans l'équation

$$(1) \quad I_i/Y_i = a + bS_i/Y_i$$

$i$  représente l'indice des divers pays, alors  $b = 0$  traduit une parfaite mobilité du capital tandis que  $b = 1$  indique une immobilité totale du capital. Le résultat doit être interprété comme un rapport à long terme entre l'épargne et l'investissement reposant sur des différences structurelles entre les pays (Obstfeld, 1994, p. 47ss.).

L'utilisation de moyennes statistiques sur plusieurs années a pour but d'éliminer les effets du cycle conjoncturel susceptible de biaiser la relation entre l'épargne et l'investissement à la hausse. Toutefois, le calcul d'une moyenne peut également entraîner une surestimation de la corrélation. La contrainte budgétaire intertemporelle d'une économie mène à une égalisation des soldes annuels de la balance courante sur le long terme. Il en découle que sur une moyenne à long terme, l'épargne et l'investissement coïncident largement, c'est-à-dire sont fortement corrélés, bien que certaines années, de forts mouvements de capitaux se soient produits (cf. Sinn, 1992, p. 1164ss.; Coakley et al. 1996).<sup>2</sup>

On peut également obtenir un coefficient  $b$  élevé lorsqu'une troisième variable influence simultanément les taux d'épargne et d'investissement. Cela a pour effet de biaiser  $b$  à la hausse sans que l'on puisse en déduire une faible mobilité du capital (cf. par ex. Feldstein et Horioka, 1980; Obstfeld, 1986, 1994). Dans la littérature, on tente de tenir compte de ce problème en incorporant dans l'équation une variable qui influence aussi bien l'épargne que l'investissement. La croissance démographique et celle du PIB sont les facteurs d'influence les plus souvent utilisés.

La politique en matière de balance courante (cf. Summers 1988, Feldstein et Bacchetta, 1991)

<sup>2</sup> Sinn (1992) démontre que les estimations du coefficient  $b$  pour les pays de l'OCDE dans des analyses transversales annuelles sont inférieures aux paramètres correspondants lorsqu'on recourt à des moyennes statistiques à long terme.

est une autre amorce d'explication de la corrélation élevée entre épargne et investissement. Ainsi, le gouvernement peut équilibrer la différence entre l'épargne privée et l'investissement en jouant sur le déficit budgétaire, ce qui lui permet de maintenir le solde des opérations courantes à un niveau relativement stable. Dans ce cas également, un coefficient  $b$  élevé n'est pas nécessairement un indice de faible mobilité des capitaux. Cette explication obtient une certaine plausibilité du fait que les corrélations transversales entre l'épargne et l'investissement de diverses régions d'un même pays sont très faibles.<sup>3</sup> A l'inverse de ce qui se passe au niveau international, le solde des opérations courantes régionales ne constitue normalement pas un objectif de politique économique et ne provoque donc pas de contre-mesures.

Alors que l'interprétation d'un coefficient  $b$  élevé dans l'analyse transversale requiert déjà beaucoup de prudence, la littérature est en général encore plus critique quant à la pertinence des analyses longitudinales. Dans ces dernières, l'équation estimée pour chaque pays est

$$(2) \quad I_t/Y_t = a + bS_t/Y_t$$

où  $t$  représente l'indice de temps. Les résultats de ces estimations renseignent sur la relation à court terme entre l'épargne et l'investissement au sein d'un pays. Dans l'analyse à court terme, l'interprétation d'un coefficient  $b$  élevé comme signe de faible mobilité du capital est cependant sujette à caution en raison de la possible endogénéité de l'épargne; dans ce cas,  $b$  ne peut plus être nécessairement considéré comme mesure de l'incidence d'une modification exogène du taux d'épargne sur le taux d'investissement (Feldstein et Horioka, 1980, p. 323).

Conformément à la pratique de la majeure partie de la littérature, nous ne présenterons ci-après que des estimations transversales de la relation entre taux d'épargne et taux d'investissement pour les pays de l'UE. Pour  $I$  et  $S$ , on utilisera l'investissement et l'épargne bruts. Ceux-ci sont préférables aux paramètres nets correspondants pour deux raisons. D'abord, les amortissements peuvent être financés aussi bien par une épargne nationale qu'étrangère et, deuxièmement, il est difficile de délimiter exactement les amortissements et d'éviter les erreurs de mesure. Ces erreurs de mesure communes peuvent biaiser à la hausse le coefficient  $b$  (Feldstein et Horioka, 1980, p. 320).

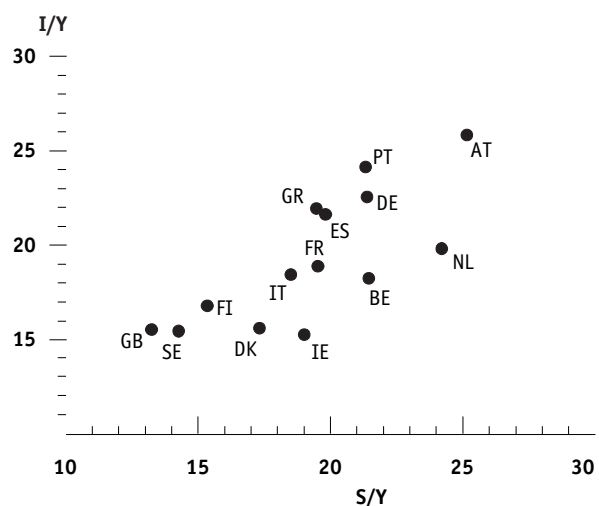
3 Cf. Bayoumi et Rose (1993), Bayoumi et Sterne (1993), Sinn (1992) et Obstfeld (1994) à propos de travaux sur les taux d'épargne et d'investissement régionaux anglais, canadiens, américains et japonais.

L'échantillon de pays considéré est composé des états membres de l'UE hormis le Luxembourg car son taux d'épargne exceptionnellement élevé et ses gros excédents courants biaiserait la relation entre l'épargne et l'investissement à la hausse (coefficient  $b$  trop bas). L'échantillon se compose donc de 14 pays, ce qui est juste suffisant en termes de degrés de liberté. La période comprise entre 1980 et 1995 a été découpée en plusieurs segments qui, selon les arguments développés précédemment en faveur ou à l'encontre du calcul d'une moyenne, ne devraient être ni trop longs, ni trop courts: 1980-85, 1985-89, 1980-89 et 1991-95. L'année 1990, l'année de la réunification allemande, a été exclue de l'analyse; au cours des trois premières sous-périodes, les statistiques se rapportent à l'Allemagne de l'Ouest et, dans la dernière, à celles de l'Allemagne unifiée.

Le graphique 1 montre les taux d'épargne et d'investissement au cours de la dernière période 1991-95. Les résultats estimés du coefficient de régression  $b$  de l'équation (1) ainsi que du coefficient de corrélation  $\rho$  entre l'épargne et l'investissement figurent au tableau 1. Les résultats sont du même ordre de grandeur que ceux de Feldstein et Bacchetta (1991) et Obstfeld (1994) pour les années quatre-vingt. Les coefficients  $b$  supérieurs à 0,7 indiquent une faible mobilité de la totalité du capital; on ne peut constater non plus une augmentation de la mobilité du capital au fur et à mesure qu'approche l'union monétaire.

Comme on peut supposer que la croissance économique et démographique sont des facteurs

Taux d'épargne et d'investissement au sein de l'UE Graphique 1



qui influencent simultanément les taux d'épargne et d'investissement, l'équation ci-dessus est réestimée en y adjoignant la croissance réelle du PIB  $\Delta Y$  et la croissance démographique  $\Delta POP$ .

$$(3) \quad I_i/Y_i = a + b_1 S_i/Y_i + c \Delta Y_i$$

$$(4) \quad I_i/Y_i = a + b_2 S_i/Y_i + c \Delta POP_i$$

Le tableau 2 contient les résultats correspondants. L'adjonction d'une variable pour la croissance économique et démographique n'entraîne aucun relâchement de la relation entre épargne et investissement. Comme au tableau 1, sur trois périodes, les coefficients sont significativement différents de 0 et non-différents de 1. Ce n'est que pendant la période 1985-89 qu'ils sont différents de 0 comme de 1. Le rapport étroit entre l'épargne et l'investissement ne peut donc pas s'expliquer par les deux potentiels facteurs d'influence communs que sont la croissance économique et la croissance démographique.<sup>4</sup>

Finalement, les coefficients  $b$  élevés pourraient éventuellement s'expliquer par une politique active de balance courante de la part du gouvernement. A l'instar de Summers (1988) et Feldstein et Bacchetta (1991), nous allons examiner s'il existe une relation entre le déficit budgétaire de l'Etat et

la différence entre l'épargne privée et l'investissement («balance courante privée»). Testons l'équation

$$(5) \quad DEF_i/Y_i = a + b(PS_i - I_i)/Y_i$$

dans laquelle  $DEF$  représente le déficit budgétaire et  $PS$  l'épargne privée, c'est-à-dire la somme de l'épargne nationale et des déficits budgétaires. En raison d'insuffisances statistiques concernant les déficits de divers pays au début des années quatre-vingt (modifications du mode de calcul, comparabilité difficile), les estimations ne sont effectuées que pour les deux périodes 1985-89 et 1991-95.

Il ressort des résultats rassemblés au tableau 3 qu'une amélioration d'une unité de la balance courante privée entraîne un accroissement du déficit de 0,6 à 0,84 unité. Ces résultats sont du même ordre de grandeur que chez Summers (1988) et Feldstein et Bacchetta (1991). Bien que les coefficients  $b$  pour ces deux périodes ne soient pas significativement différents de 1, on constate un certain assouplissement de la relation entre déficit et balance courante privée au cours des années quatre-vingt-dix. Cela pourrait s'expliquer par les efforts de divers pays à rendre leurs déficits budgétaires conformes aux exigences du traité de Maastricht quel que soit le solde de la balance courante privée.

Tableau 1  
Relation entre épargne et investissement dans l'analyse transversale

	$\rho$	$b$
1980-85	0,658	0,74 * (0,245)
1985-89	0,736	0,583 ** (0,155)
1980-89	0,751	0,755 * (0,192)
1991-95	0,759	0,765 * (0,189)

4 Dans d'autres contributions également, ces deux variables supplémentaires n'ont guère eu d'influence sur  $b$  (cf. par ex. Feldstein et Horioka, 1980; Feldstein et Bacchetta, 1991).

\* Au seuil de 5%, les coefficients sont significativement différents de 0 et non-différents de 1.

Tableau 2  
Relation entre épargne et investissement avec adjonction d'une variable pour la croissance économique et démographique

	$b_1$	$b_2$
1980-85	0,762 * (0,227)	0,643 * (0,217)
1985-89	0,522 ** (0,162)	0,592 ** (0,161)
1980-89	0,69 * (0,164)	0,73 * (0,203)
1991-95	0,87 * (0,183)	0,784 * (0,202)

\*\* Au seuil de 5%, les coefficients sont significativement différents de 0 et de 1.

Source: OCDE National Accounts 1960-95

Summers (1988) interprète la relation étroite entre balance courante privée et déficits comme le signe d'une politique active de balance courante par le gouvernement. En revanche, Feldstein et Bacchetta (1991) avancent l'argument selon lequel ce rapport peut aussi être interprété comme un effet d'éviction des investissements privés par les déficits budgétaires («crowding out»). Pour concrétiser cette interprétation alternative, Feldstein et Bacchetta estiment l'équation suivante:

$$(6) \quad I_i/Y_i = a + bDEF_i/Y_i + cPS_i/Y_i$$

Cette équation ne se distingue de l'équation d'origine de Feldstein-Horioka que par la décomposition de l'épargne en épargne publique et privée. Selon le modèle original, b et c devraient avoir la même valeur, l'un étant négatif et l'autre positif. Le tableau 4 indique les estimations correspondantes.

Les résultats sont conformes à l'interprétation selon laquelle une augmentation de l'épargne privée d'une unité entraîne un accroissement de l'investissement de 0,6 et 0,85 unité, tandis qu'un accroissement du déficit budgétaire d'une unité entraîne un effet d'éviction des investissements de 0,56 et 0,46 unité. L'hypothèse selon laquelle b = -c ne peut pas être rejetée pour les deux périodes.

Cependant, ces estimations ne permettent pas d'opter définitivement pour l'une des deux interprétations possibles que sont la politique active de

balance courante et l'effet d'éviction. Selon Feldstein et Bacchetta, cela n'est possible que sur la base de considérations de plausibilité au vu de la situation concrète d'un pays. Dans le présent contexte, on ne saurait exclure que le résultat obtenu d'une moindre mobilité des capitaux est biaisé par une politique active de balance courante des gouvernements. Cependant, la relation entre déficit et balance courante privée s'assouplit légèrement au cours des années quatre-vingt dix, tandis que durant la même période, le coefficient b de l'équation d'origine de Feldstein-Horioka augmente légèrement. Cela laisse supposer que même si l'on prend en compte la politique de balance courante des gouvernements, la mobilité des capitaux au sein de l'UE est limitée.

## 4 Conclusions

L'approche de Feldstein-Horioka appliquée aux pays membres de l'UE pour la période 1980-95 fait conclure à une mobilité limitée du capital dans sa définition large. La corrélation entre épargne et investissement ne semble pas être causée par des facteurs d'influence communs tels que la croissance économique et démographique. En revanche, on ne saurait exclure que la politique de balance courante des gouvernements biaise partiellement les résultats.

Tableau 3  
Relation entre déficit budgétaire et  
«balance courante privée»

	b	R <sup>2</sup>
1985-89	0,844 * (0,126)	0,79
1991-95	0,602 * (0,245)	0,33

Tableau 4  
Relation entre investissement, déficit  
budgétaire et «balance courante privée»

	b	c	adj. R <sup>2</sup>
1985-89	-0,558 * (0,188)	0,588 * (0,162)	0,46
1991-95	-0,458 (0,258)	0,847 * (0,184)	0,6

\* Au seuil de 5%, les coefficients sont significativement différents de 0 et non-différents de 1.

Source: Eurostat, OCDE

Si la mobilité des capitaux au sein d'une union monétaire est imparfaite, sa capacité à absorber des chocs asymétriques ne peut être que limitée. Comme la mobilité de la main-d'œuvre et la flexibilité des prix sont, elles aussi, faibles à court terme, le risque existe que des chocs asymétriques entraînent des chutes de production et créent du chômage dans les pays membres de l'UE concernés. Soulignons cependant encore une fois que l'instauration d'une monnaie unique peut accroître la mobilité des capitaux et diminuer les chocs asymétriques. On ne saurait donc transposer tels quels les résultats obtenus ici dans l'avenir.

## Bibliographie

Bayoumi, T. A. et A. Rose. 1993. Domestic Savings and Intra-National Capital Flows. *European Economic Review* 37: 1197-1202.

Bayoumi, T. A. et G. Sterne. 1993. Regional Trading Blocs, Mobile Capital and Exchange Rate Coordination. Bank of England, Londres, janvier.

Coakley, J., F. Kulasi et R. Smith. 1996. Current Account Solvency and the Feldstein-Horioka Puzzle. *The Economic Journal* 106: 620-627.

Eijffinger, S. et J. Lemmen. 1995. Money Market Integration in Europe. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 131: 3-37.

Feldstein, M. 1983. Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run. *European Economic Review* 21: 129-151.

Feldstein, M. et P. Bacchetta. 1991. National Saving and International Investment. Dans: National Saving and Economic Performance, D. Bernheim et J. Shoven (dir. pub.), 201-220. Chicago: The University of Chicago Press.

Feldstein, M. et C. Horioka. 1980. Domestic Saving and International Capital Flows. *The Economic Journal* 90: 314-329.

Gordon, R. et A. L. Bovenberg. 1996. Why is Capital so Immobile Internationally? Explanations and Implications for Capital Income Taxation. *American Economic Review* 86: 1057-1075.

Kleinewefers Lehner, A. 1997. Glaubwürdigkeitsaspekte der Geldpolitik in Deutschland, der Schweiz, den Niederlanden und Österreich. Thèse, Berne.

Obstfeld, M. 1986. Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 24: 55-104.

Obstfeld, M. 1994. International Capital Mobility in the 1990s. CEPR Discussion Paper 902, Londres.

Popper, H. 1993. Long-Term Covered Interest Parity: Evidence from Currency Swaps. *Journal of International Money and Finance* 12: 439-448.

Sinn, S. 1992. Saving-Investment Correlations and Capital Mobility: On the Evidence from Annual Data. *The Economic Journal* 102: 1162-1170.

Summers, L. 1988. Tax Policy and International Competitiveness, Dans: International Aspects of Fiscal Policies, J. Frenkel (dir. pub.), 349-380. Chicago; The University of Chicago Press.

Tesar, L. 1991. Savings, Investment and International Capital Flows. *Journal of International Economics* 31: 55-78.



## Chronique monétaire

Dans le domaine monétaire, aucun fait nouveau n'a été enregistré au cours de la période examinée.

**Editeur**

Banque nationale suisse  
Division économique  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

**Conception**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

**Composition**

typolitho ag, Zurich

**Impression**

Druck-Zentrum Tages-Anzeiger, Zurich

**Copyright**

Reproduction autorisée avec indication de la source  
Copie souhaitée

**Abonnements**

On peut s'abonner au Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse à l'adresse suivante: Zürichsee Zeitschriftenverlag, Seestrasse 86, CH-8712 Stäfa, téléphone 01 928 56 16, téléfax 0848 80 55 20

**Prix**

Fr. 25.- (étranger: fr. 30.-) par an  
Pour les abonnés aux bulletins mensuels: fr. 15.-  
(étranger: fr. 20.-) par an  
Prix pour la Suisse, TVA comprise (2%)  
Compte postal 80-148-3

