

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse
Bulletin trimestriel

Décembre 4/1998 16^e année

Table des matières

4	Sommaire
5	Übersicht
6	Sommario
7	Abstracts
8	La politique monétaire en 1999 La politica monetaria nel 1999 Swiss monetary policy in 1999
16	Situation économique et monétaire
17	1 Environnement international
17	1.1 Conjoncture
19	1.2 Evolution monétaire
20	1.3 Perspectives conjoncturelles
21	2 Evolution monétaire
21	2.1 Agrégats monétaires
23	2.2 Crédits et marché des capitaux
25	2.3 Taux d'intérêt
27	2.4 Cours de change
28	3 Demande globale et production
28	3.1 Produit intérieur brut et production industrielle
31	3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes
34	3.3 Investissements
35	3.4 Consommation
36	4 Marché du travail
36	4.1 Emploi
37	4.2 Chômage
38	5 Prix
38	5.1 Prix à la consommation
38	5.2 Prix de l'offre totale
39	5.3 Perspectives en matière de renchérissement
42	Seignuriage et bénéfice de la banque centrale Ernst Baltensperger et Thomas J. Jordan
52	Les investissements directs en 1997
76	La position extérieure nette de la Suisse en 1997
82	Chronique monétaire
84	Table des matières 1998

La politique monétaire en 1999 (p. 8)

La Direction générale de la Banque nationale suisse envisage, en accord avec le Conseil fédéral, de poursuivre en 1999 une politique monétaire pragmatique. Ainsi, l'économie suisse disposera de l'enveloppe monétaire qui est nécessaire à une croissance équilibrée. En outre, il convient de tenir compte des incertitudes découlant de l'introduction prochaine de l'euro.

Situation économique et monétaire (p. 16)

Entre juillet et octobre 1998, la progression de la monnaie centrale désaisonnalisée s'est accélérée du fait principalement que la Banque nationale a, par un approvisionnement généreux en liquidités, contrecarré des tensions qui se dessinaient sur le marché monétaire et la revalorisation du franc sur les marchés des changes. Les rémunérations à court terme ont alors diminué nettement. La croissance de M_3 s'est accélérée légèrement d'un trimestre à l'autre, mais est restée faible en comparaison annuelle.

La reprise de l'économie suisse a continué au troisième trimestre. La consommation privée et les investissements ont gagné en vigueur, tandis que les exportations ont augmenté approximativement au même rythme qu'au premier semestre. Le produit intérieur brut réel dépassait de 1,8% son niveau de la période correspondante de 1997. L'évolution n'a cependant pas été identique dans tous les secteurs de l'économie. Ainsi, les impulsions ont faibli nettement dans l'industrie, qui est fortement axée sur les marchés extérieurs, à la suite de la récession en Asie orientale. En revanche, l'évolution est restée favorable dans le secteur des services. De même, les perspectives en matière d'emploi étaient jugées avec plus d'optimisme dans les services que dans l'industrie. Dans l'ensemble, l'emploi a stagné du deuxième au troisième trimestre. Le taux de chômage a continué à se replier, passant à 3,4% en octobre. Les prix à la consommation sont restés stables entre juillet et octobre, puis ont diminué légèrement en novembre. Les prix des services ont augmenté un peu plus fortement qu'au deuxième trimestre, alors que ceux des marchandises ont baissé, du fait principalement du recul des prix pétroliers.

Seigneurage et bénéfice de la banque centrale (p. 42)

Cet article analyse le problème de la mesure du seigneurage dans un système de papier-monnaie. Le seigneurage, à savoir les recettes découlant du monopole d'émission de la monnaie centrale, est distinct du bénéfice de la banque centrale. Est également traitée la question de la distribution au gouvernement du bénéfice de la banque d'émission. L'article parvient à deux conclusions de politique économique. La première est que dans les pays dotés d'un système financier et fiscal développé le seigneurage ne devrait pas entrer en ligne de compte pour la conduite d'une politique monétaire optimale. La deuxième conclusion est que le transfert du bénéfice de la banque centrale au gouvernement devrait avoir lieu sans entraver la réalisation d'une telle politique.

Investissements directs en 1997 (p. 52)

En 1997, les investissements directs suisses à l'étranger ont fortement augmenté. Les exportations de capitaux se sont accrues de 20% pour atteindre 24 milliards de francs. Les capitaux d'investissement direct à l'étranger ont passé de 191 milliards à fin 1996 à 232 milliards de francs à fin 1997. En hausse de 9%, le nombre des personnes occupées à l'étranger s'est établi à 1,59 million. Les investissements directs étrangers en Suisse se sont inscrits à 7,2 milliards de francs en 1997. D'une année à l'autre, ils ont doublé du fait d'afflux de capitaux plus élevés en provenance de l'UE. Quant au volume des investissements directs étrangers en Suisse, il était de 82 milliards de francs à fin 1997, contre 73 milliards un an auparavant.

La position extérieure nette de la Suisse en 1997 (p. 76)

Tant les avoirs que les engagements extérieurs de la Suisse se sont de nouveau accrues vigoureusement en 1997. Ils englobent notamment les investissements directs, les investissements de portefeuille, les crédits des banques et les dépôts dans les banques ainsi que les réserves monétaires de la Banque nationale. Les actifs à l'étranger ont progressé de 17% pour atteindre 1459 milliards de francs, et les passifs envers l'étranger ont augmenté de 29%, passant à 1016 milliards. Pour l'essentiel, ces fortes expansions s'expliquent par des placements opérés durant l'année, mais aussi par la hausse des cours des papiers-values. La position extérieure nette de la Suisse s'établissait à 443 milliards de francs, contre 453 milliards à fin 1996. L'importance du franc suisse a diminué du côté des actifs à l'étranger, mais augmenté nettement du côté des passifs vis-à-vis de l'étranger.

Die Geldpolitik im Jahre 1999 (S. 8)

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank nimmt im Einvernehmen mit dem Bundesrat in Aussicht, seine pragmatische Geldpolitik auch im Jahre 1999 weiterzuführen. Damit soll der schweizerischen Wirtschaft der für eine ausgewogene Entwicklung notwendige monetäre Spielraum gewährt werden. Nicht zuletzt ist den Unsicherheiten, die von der bevorstehenden Einführung des Euro ausgehen, Rechnung zu tragen.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 16)

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge stieg von Juli bis Oktober 1998 beschleunigt. Dies war vor allem auf die kräftige Ausweitung der Liquidität zurückzuführen, mit der die Nationalbank den Anspannungstendenzen auf dem Geldmarkt und der Höherbewertung des Frankens entgegenwirkte. In der Folge bildeten sich die kurzfristigen Zinssätze deutlich zurück. Das Wachstum der breit definierten Geldmenge M_3 zog gegenüber der Vorperiode leicht an, blieb aber im Vorjahresvergleich schwach.

Die Erholung der schweizerischen Wirtschaft setzte sich im dritten Quartal fort. Während der private Konsum und die Anlageinvestitionen etwas an Schwung gewannen, stiegen die Exporte ungefähr gleich stark wie im ersten Halbjahr. Das reale Bruttoinlandsprodukt lag um 1,8% über dem Vorjahresstand. Zwischen den Wirtschaftssektoren ergaben sich erhebliche Unterschiede. Im stark auslandorientierten Industriesektor liessen die Auftriebskräfte vor allem infolge der Rezession in Ostasien stark nach. Dagegen entwickelte sich der Dienstleistungssektor weiter günstig. Auch die Beschäftigungsaussichten wurden in diesem Bereich deutlich optimistischer beurteilt als in der Industrie. Insgesamt stagnierte die Beschäftigung im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode. Die Arbeitslosenquote bildete sich weiter zurück und betrug im Oktober noch 3,4%. Die Konsumentenpreise blieben von Juli bis Oktober stabil; im November bildeten sie sich sogar leicht zurück. Während die Preise der Dienstleistungen etwas stärker stiegen als im zweiten Quartal, sanken diejenigen der Waren vor allem infolge der tieferen Erdölpreise.

Seigniorage und Notenbankgewinn (S. 42)

Dieser Artikel diskutiert die Messung der Seigniorage in einem Papiergeldsystem. Seigniorage, d. h. die Einnahmen aus dem Monopol zur Ausgabe von Notenbankgeld, wird dabei vom Notenbankgewinn abgegrenzt. Der Artikel behandelt auch die Frage der Ausschüttung des Notenbankgewinns an die Regierung. Der Aufsatz postuliert zwei wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen: Erstens sollte die Erzielung von Seigniorage in Ländern mit entwickelten Finanz- und Steuersystemen bei der Festlegung einer optimalen Geldpolitik keine Rolle spielen. Zweitens sollte der Transfer des Notenbankgewinns an die Regierung in einer Art erfolgen, dass die Durchführung einer optimalen Geldpolitik nicht beeinträchtigt wird.

Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1997 (S. 52)

Die schweizerischen Direktinvestitionen nahmen im Jahre 1997 markant zu. Die Kapitalexporte stiegen um 20% auf 24 Mrd. Franken. Der Kapitalbestand im Ausland erhöhte sich um 41 Mrd. auf 232 Mrd. Franken und die Zahl der Beschäftigten im Ausland stieg um 9% auf 1,59 Mio. Beschäftigte. Die ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz verdoppelten sich infolge höherer Zuflüsse aus der EU auf 7,2 Mrd. Franken. Der ausländische Kapitalbestand in der Schweiz erreichte 82 Mrd. Franken (Vorjahr: 73 Mrd.).

Das Auslandvermögen der Schweiz im Jahre 1997 (S. 76)

Die Auslandguthaben und die Auslandverpflichtungen der Schweiz nahmen im Jahre 1997 erneut kräftig zu. Sie umfassen neben den Direktinvestitionsbeständen insbesondere auch die Portfolioanlagen, die Kredite und Einlagen der Banken sowie die Währungsreserven der Nationalbank. Die Auslandaktiven erhöhten sich um 17% auf 1459 Mrd. Franken. Die Auslandpassiven stiegen um 29% auf 1016 Mrd. Franken. Das starke Wachstum wurde im wesentlichen durch Neuanlagen und durch die Kurssteigerung der Wertpapieranlagen bestimmt. Das Nettoauslandvermögen nahm um 10 Mrd. auf 443 Mrd. Franken ab. Bei den Auslandaktiven verminderte sich die Bedeutung der auf Schweizer Franken lautenden Anlagen. Dagegen nahm der Schweizerfrankenanteil bei den Auslandpassiven deutlich zu.

Sommario

La politica monetaria nel 1999 (p. 8)

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera prevede, d'intesa con il Consiglio federale, di proseguire la sua politica monetaria prammatica anche nel 1999. L'economia svizzera disporrà così del margine di manovra monetario necessario ad un suo sviluppo equilibrato. Non sono inoltre da trascurare le incertezze legate all'imminente introduzione dell'euro.

Situazione economica e monetaria (p. 16)

Da luglio a ottobre, la crescita della base monetaria destagionalizzata si è accelerata. Questo fenomeno è stato essenzialmente determinato dal considerevole aumento della liquidità, con il quale la Banca nazionale ha reagito, da un lato, alle tensioni che si profilavano sul mercato monetario e, dall'altro, all'apprezzamento del franco svizzero. I tassi d'interesse a breve termine sono quindi nettamente calati. La crescita dell'aggregato monetario più ampio M_3 è stata leggermente più vigorosa rispetto al secondo trimestre, pur rimanendo debole se confrontata all'anno precedente.

La ripresa dell'economia svizzera è proseguita anche nel terzo trimestre. Mentre il consumo privato e gli investimenti fissi hanno acquistato slancio, le esportazioni sono aumentate ad un ritmo simile a quello registrato durante la prima metà dell'anno. Il prodotto interno lordo reale è stato superiore all'anno precedente dell'1,8% circa, con differenze considerevoli tra i vari settori economici. Nel comparto industriale, fortemente orientato verso le esportazioni, gli impulsi di crescita si sono notevolmente affievoliti, in modo particolare a seguito della recessione che regna nell'Asia orientale. I servizi, al contrario, hanno nuovamente segnato un'evoluzione positiva. In questo settore, pure le prospettive d'occupazione sono state giudicate con maggiore ottimismo rispetto al comparto industriale. L'occupazione ha complessivamente ristagnato nel corso del terzo trimestre. Il tasso di disoccupazione è ulteriormente calato, fino a raggiungere il 3,4% in ottobre. I prezzi al consumo sono rimasti stabili da luglio a ottobre. In novembre sono addirittura sensibilmente diminuiti. I prezzi dei servizi hanno segnato una leggera accelerazione, quelli delle merci sono calati, a seguito principalmente della diminuzione del prezzo del petrolio.

Signoraggio e utile della banca centrale (p. 42)

Quest'articolo analizza il problema della misura del signoraggio in un sistema di cartamoneta. Il signoraggio, ossia gli introiti derivanti dal monopolio d'emissione della moneta centrale, viene distinto dall'utile della banca centrale. È inoltre trattata la questione della distribuzione al governo dell'utile della banca d'emissione. L'articolo giunge a due conclusioni di politica economica. La prima è che nei paesi dotati di un sistema finanziario e fiscale evoluto il signoraggio non dovrebbe essere di rilievo per stabilire la politica monetaria più adeguata. La seconda conclusione è che il trasferimento dell'utile della banca centrale al governo dovrebbe avvenire in modo da non ostacolare l'attuazione di tale politica.

Investimenti diretti nel 1997 (p. 52)

Nel 1997, gli investimenti diretti dalla Svizzera all'estero sono notevolmente aumentati. Le esportazioni di capitali sono cresciute del 20%, ammontando così a 24 miliardi di franchi. La consistenza del capitale all'estero è aumentata di 41 miliardi, salendo a 232 miliardi di franchi e il numero delle persone occupate all'estero è stato di 1,59 milioni con un incremento del 9%. In seguito a maggiori afflussi dall'UE, gli investimenti diretti esteri in Svizzera sono raddoppiati, fino a raggiungere 7,2 miliardi di franchi. La consistenza del capitale estero in Svizzera è salita a 82 miliardi di franchi (contro 73 miliardi nel 1996).

Averi all'estero nel 1997 (p. 76)

Gli averi svizzeri all'estero e gli impegni verso l'estero della Svizzera sono aumentati considerevolmente anche nel 1997. Accanto alla consistenza degli investimenti diretti, rientrano in queste categorie in particolare anche gli investimenti di portafoglio, i crediti e depositi delle banche, nonché le riserve monetarie della Banca nazionale. Gli attivi all'estero sono aumentati del 17% a 1459 miliardi di franchi; i passivi all'estero sono cresciuti del 29% a 1016 miliardi di franchi. Questa forte crescita è stata determinata essenzialmente da nuovi investimenti e dal rialzo dei corsi dei titoli. Il volume netto degli averi all'estero si è ridotto di 10 miliardi, scendendo a 443 miliardi di franchi. La parte degli investimenti in franchi svizzeri su gli attivi all'estero si è ridotta, mentre è invece aumentata la quota in franchi svizzeri dei passivi all'estero.

Abstracts

Monetary policy in 1999 (p. 8)

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, intends to continue implementing a pragmatic monetary policy in 1999. The Swiss economy will thus be granted the monetary leeway necessary for a balanced development. In particular, the uncertainties emanating from the forthcoming introduction of the euro are to be taken into account.

Economic and monetary developments (p. 16)

The seasonally-adjusted monetary base grew at an accelerated pace from July to October 1998. This was mostly due to the strong expansion of liquidity with which the National Bank countered the signs of strain in the money market and the higher Swiss franc. As a result, short-term interest rates declined markedly. The growth of the broadly defined money stock M_3 moved up slightly compared to the previous period, but remained weak year-on-year.

The recovery of the Swiss economy continued in the third quarter. While private consumer spending and investment in plant and equipment gained some momentum, exports picked up at roughly the same rate as in the first half of the year. Real gross domestic product exceeded the previous year's level by 1.8%. The different economic sectors showed a significantly different picture. In the strongly export-oriented manufacturing sector buoyancy weakened markedly chiefly as a result of the recession in East Asia. The service sector, however, continued to develop favourably. The employment outlook was also considerably brighter in this sector than in manufacturing. Employment on the whole stagnated in the third quarter compared to the previous period. The unemployment rate continued to decline and only amounted to 3.4% in October. Consumer prices remained stable from July to October; in November they even declined somewhat. While the price increase in the service sector was slightly higher than in the second quarter the prices for goods declined mostly as a result of lower crude oil prices.

Seigniorage and central bank profit (p. 42)

This article deals with the problem of measuring seigniorage in a paper money system. Seigniorage, i. e. the income from the money-issuing prerogative, is separated from central bank profits. The paper also discusses the issue of distribution of central bank profits to the government. Two conclusions for eco-

nomie policy are drawn. First, achieving seigniorage in countries with full-fledged fiscal and tax systems should not be a consideration when laying down an optimal monetary policy. Second, the transfer of central bank profits to the government should be carried out without jeopardising the implementation of a well-conceived monetary policy.

Direct investment in 1997 (p. 52)

Direct investment abroad went up significantly in 1997. Capital exports grew by 20% to Sfr 24 billion. Capital holdings abroad rose by Sfr 41 billion to Sfr 232 billion, and the labour force abroad increased by 9% to 1.59 billion persons employed. Foreign direct investment in Switzerland doubled as a result of the higher influx from the EU to Sfr 7.2 billion. Foreign capital holdings in Switzerland reached Sfr 82 billion (previous year: Sfr 73 billion).

Switzerland's investment position in 1997 (p. 76)

Both Switzerland's foreign assets and foreign liabilities again rose markedly in 1997. In addition to the direct investment holdings, they comprise, in particular, portfolio investments, bank loans and deposits as well as the National Bank's monetary reserves. Foreign assets increased by 17% to Sfr 1459 billion. Foreign liabilities rose by 29% to Sfr 1016 billion. The strong growth was mainly due to new investments and the price hikes of securities investments. The net investment position decreased by Sfr 10 billion to Sfr 443 billion. In the case of the foreign assets, investments denominated in Swiss francs became less significant. With regard to foreign liabilities, however, the Swiss franc share rose significantly.

La politique monétaire en 1999

La politica monetaria nel 1999

Swiss monetary policy in 1999

La politique monétaire en 1999

La Direction générale de la Banque nationale suisse entend, en accord avec le Conseil fédéral, maintenir une politique monétaire plutôt ample, en 1999 également. L'économie suisse disposera ainsi de l'enveloppe monétaire qui est nécessaire à la poursuite de la reprise de la conjoncture. A la suite des problèmes en Asie de l'Est et du ralentissement de la croissance aux Etats-Unis, il faut s'attendre à un affaiblissement de la conjoncture dans les pays d'Europe occidentale. L'économie suisse devrait toutefois continuer à enregistrer une croissance satisfaisante. En outre, les intentions de la Direction générale en matière de politique monétaire tiennent compte également des incertitudes découlant de l'introduction prochaine de l'euro.

La Banque nationale a pour tâche de mener une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays. Dans les limites de ses possibilités, la politique monétaire doit contribuer à créer les conditions permettant une croissance économique équilibrée et, partant, durable. La meilleure contribution que puisse fournir la politique monétaire sur ce plan consiste à assurer la stabilité du niveau des prix. La Banque nationale assimile un renchérissement dont le taux annuel s'inscrit entre 1 et 2% à la stabilité des prix.

Il convient une fois encore de souligner que, pour la Banque nationale, la stabilité des prix n'est pas une fin en soi, mais un moyen permettant d'atteindre l'objectif. La science économique démontre, et de manière convaincante, que l'absence de stabilité des prix peut conduire à de substantielles pertes de croissance et de prospérité. De surcroît, les couches les plus faibles de la société sont celles qui souffrent le plus du renchérissement. Aussi la stabilité des prix revêt-elle une portée éminemment sociale.

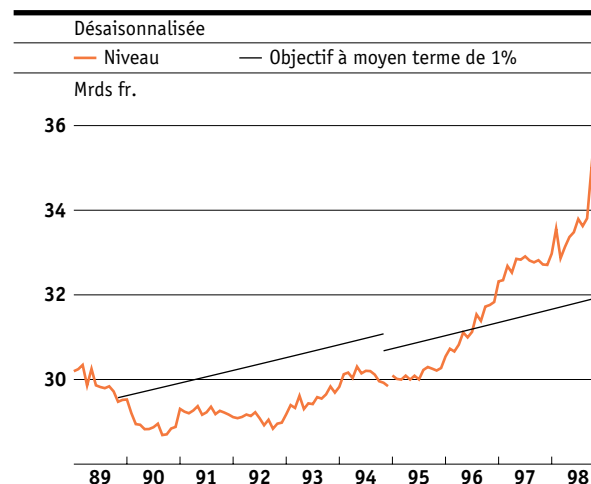
La reprise de la conjoncture, qui a démarré en 1997 grâce principalement aux exportations, s'est étendue en 1998 à toutes les branches de l'économie suisse. En dépit du refroidissement dont la conjoncture a souffert à la suite de problèmes dans plusieurs régions du monde, la croissance du produit intérieur brut réel de la Suisse devrait s'inscrire à environ 2% en 1998 et correspondre ainsi aux prévisions faites par la Banque nationale à fin 1997. Les exportations vers l'Asie orientale ont fortement fléchi. Les effets de ce recul ont été cependant compensés par une vigoureuse progression des ventes aux pays de l'Union européenne et aux Etats-Unis, mais aussi par le net raffermissement de la demande intérieure.

Quant au renchérissement, il s'établit à 0,1%, soit à un taux inférieur à ce qui avait été prévu à fin 1997.

Pour 1999, il faut s'attendre à un léger ralentissement de la croissance économique, tant en Suisse que dans d'autres pays d'Europe continentale. Le produit intérieur brut réel de la Suisse augmentera probablement d'environ 1,5%. Les exportations ressentiront les répercussions des perturbations qui secouent plusieurs régions du monde, tandis que la demande intérieure continuera sans doute à apporter un soutien bienvenu à la conjoncture. Compte tenu de la croissance réelle modérée, les capacités de production inutilisées ne devraient plus guère diminuer. Aussi les pressions à la hausse sur les prix à la consommation resteront-elles faibles. Le renchérissement passera probablement à 1%, et la moitié environ de cette accélération résultera du relèvement de la TVA.

En 1998, les préparatifs de l'Union monétaire en Europe n'ont que peu influé sur le cours du franc. Celui-ci a évolué davantage au gré des turbulences sur les marchés financiers internationaux, turbulences qui ont engendré une demande supplémentaire de francs. Afin de lutter contre ces effets sur le cours du franc, la Banque nationale a à plusieurs reprises approvisionné généreusement le marché monétaire en liquidités. Actuellement, le cours du franc est à un niveau approprié. Si le passage à l'euro se fait en douceur, la Suisse n'aura pas à craindre de grosses difficultés. La Banque nationale suisse et la Banque

Monnaie centrale



centrale européenne conduiront une politique similaire. Une large concordance existera tant dans les objectifs que dans les stratégies opérationnelles de la politique monétaire. Cette concordance contribuera à la stabilité des cours de change.

L'évolution de la monnaie centrale, la Banque nationale l'a déjà signalé à fin 1997, pose de plus en plus de problèmes d'interprétation. Si une normalisation est-elle intervenue du côté des billets de 1000 francs en circulation, billets qui avaient fortement augmenté au cours des années précédentes, les avoirs en comptes de virements se sont écartés des prévisions de l'institut d'émission. Dans le sillage des problèmes financiers internationaux, plusieurs banques ont accru leurs disponibilités. Les injections de liquidités évoquées ci-dessus ont elles aussi contribué à l'expansion des avoirs en comptes de virements.

Ces problèmes d'interprétation ont amené la Banque nationale à accorder plus d'attention à l'évolution de la masse monétaire M_3 . La croissance de M_3 , très vive en 1996 et au début de 1997, a ensuite marqué un net ralentissement. Une telle évolution ne recèle aucun risque inflationniste. La réalisation des intentions en matière de politique monétaire n'impliquera aucune variation substantielle des rémunérations servies sur le marché monétaire.

Bien que rien n'indique la présence d'un danger inflationniste imminent, la vigilance est de rigueur. Les décisions de politique monétaire influent sur le cours des choses avec un décalage d'environ deux ans.

A l'avenir également, la Banque nationale suivra une série d'autres indicateurs, en particulier l'évolution de la conjoncture et des cours de change. Dans l'environnement actuel, il n'est pas aisé de faire des prévisions conjoncturelles. Si la conjoncture devait s'écarter sensiblement de ce qui est attendu aujourd'hui, la Banque nationale procéderait bien évidemment à un réexamen de la situation.

La politica monetaria nel 1999

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera, d'intesa con il Consiglio federale, si propone di mantenere anche nel 1999 una politica monetaria tendenzialmente espansiva. Dal lato monetario, garantisce così all'economia svizzera il margine di manovra necessario per il proseguimento della ripresa. In seguito ai problemi nell'Asia orientale e al rallentamento della crescita negli Stati Uniti, si prevede un indebolimento della congiuntura nei paesi dell'Europa occidentale. Tuttavia, l'economia svizzera dovrebbe ancora conseguire una crescita soddisfacente. Con l'indirizzo prescelto, la Direzione generale tiene conto anche delle incertitudini derivanti dall'imminente introduzione dell'euro.

La Banca nazionale ha notoriamente il compito di svolgere una politica monetaria utile agli interessi generali del paese. Nell'ambito delle possibilità della politica monetaria occorre contribuire a creare presupposti che consentano uno sviluppo economico equilibrato e, pertanto, duraturo. Il miglior contributo che possa in tal senso offrire la politica monetaria consiste nel garantire la stabilità dei prezzi che, per la Banca nazionale, equivale a un tasso di rincaro annuo dell'1-2%.

È utile tornare a sottolineare che la stabilità dei prezzi non è un fine a se stesso, ma un mezzo per perseguire lo scopo. La dottrina economica dimostra in modo convincente che un'insufficiente stabilità dei prezzi può condurre a una cospicua diminuzione della crescita e, dunque, a un minore benessere. A ciò si aggiunge che soprattutto i meno abbienti patiscono del rincaro. La stabilità dei prezzi è perciò socialmente importante.

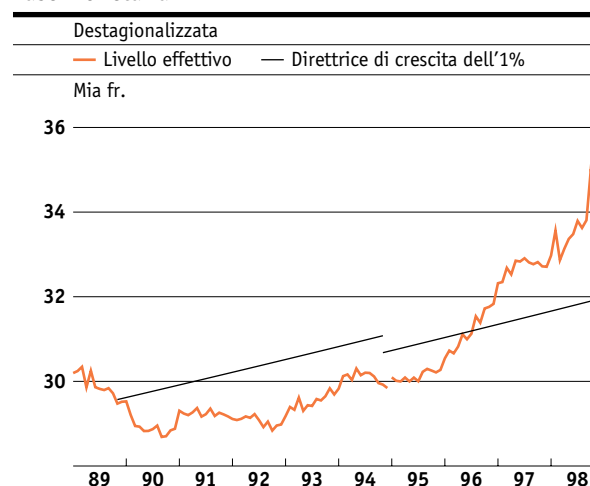
La ripresa economica, manifestatasi nel 1997 e sostenuta inizialmente soprattutto dalle esportazioni, si è estesa nel 1998 a tutti i rami dell'economia svizzera. Nonostante il rallentamento provocato dai problemi manifestatisi in diverse parti del mondo, la crescita reale del prodotto interno lordo in Svizzera dovrebbe raggiungere circa il 2% nel 1998 e, quindi, corrispondere a quanto previsto della Banca nazionale un anno fa. Le esportazioni verso l'Asia orientale sono fortemente diminuite. Questo calo è tuttavia stato compensato da una vigorosa crescita delle esportazioni verso i paesi dell'Unione europea e gli Stati Uniti come pure dal rafforzamento della domanda domestica. Con un tasso dello 0,1%, l'inflazione è inferiore alle aspettative.

Per il 1999 si prevede un leggero indebolimento della crescita economica sia in Svizzera che in altri

paesi dell'Europa continentale. In Svizzera, il tasso di crescita del prodotto interno lordo dovrebbe ancora ascendere a circa l'1,5% in termini reali. Le esportazioni risentiranno gli effetti del deterioramento dell'attività economica in alcune regioni del mondo mentre la domanda interna dovrebbe ancora agire da opportuno sostegno alla congiuntura. Tenuto conto della moderata crescita reale, le capacità di produzione inutilizzate potranno difficilmente essere ulteriormente ridotte. Le pressioni sui prezzi al consumo dovrebbero perciò rimanere modeste. Il rincaro salirà probabilmente all'1%, di cui la metà circa sarà imputabile all'aumento dell'imposta sul valore aggiunto.

Nel 1998, i preparativi dell'Unione monetaria europea hanno influito solo minimamente sul corso del franco. Pressioni si sono invece manifestate in seguito alle turbolenze sui mercati finanziari, le quali hanno suscitato una domanda addizionale di franchi. La Banca nazionale si è opposta alle spinte al rialzo sul corso del franco, alimentando ripetutamente e abbondantemente con liquidità il mercato monetario. Attualmente il tasso di cambio si situa a un livello adeguato. Qualora l'introduzione dell'euro avvenisse senza problemi, non sono da prevedere grosse difficoltà per la Svizzera. La Banca nazionale svizzera e la Banca centrale europea svolgeranno una politica simile. Sia sugli obiettivi sia sui concetti operativi della politica monetaria esiste un'ampia concordanza. Ciò contribuirà tendenzialmente alla stabilità del tasso di cambio.

Base monetaria



Già un anno fa, la Banca nazionale aveva rilevato che l'evoluzione della base monetaria è sempre più ardua da interpretare. Se una normalizzazione sembra essere intervenuta per le banconote da 1000 franchi, il cui volume era fortemente aumentato negli anni precedenti, gli averi in conto giro hanno invece superato le previsioni della Banca nazionale. In seguito ai problemi finanziari internazionali, diverse banche hanno accresciuto i loro mezzi liquidi. Gli approvvigionamenti di liquidità citati precedentemente hanno pure contribuito all'espansione degli averi in conto giro.

Questi problemi d'interpretazione hanno indotto la Banca nazionale a prestare maggiore attenzione all'evoluzione di aggregati più ampi, in particolare della massa monetaria M_3 .

Dopo essere aumentata sensibilmente nel 1996 e all'inizio del 1997, M_3 ha in seguito accusato un netto rallentamento della crescita. Questa evoluzione non denota rischi inflazionistici. L'attuazione delle intenzioni di politica monetaria per il 1999 non comporterà sostanziali modifiche dei tassi del mercato monetario.

Benché non vi siano indicazioni di un imminente pericolo inflazionistico, occorre restare vigili. È infatti risaputo che le decisioni di politica monetaria influenzano gli avvenimenti con un ritardo di circa due anni.

Anche in futuro, la Banca nazionale continuerà a considerare una serie di altri indicatori, in particolare l'evoluzione della congiuntura e dei tassi di cambio. Nel contesto attuale, non è facile fare previsioni congiunturali. Se l'evoluzione economica dovesse deviare palesemente dalle attuali aspettative, la Direzione generale dovrebbe ovviamente riesaminare la situazione.

Monetary policy in 1999

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, intends to continue conducting a basically generous monetary policy in 1999. The Swiss economy will thus be granted the monetary leeway necessary for an enduring economic recovery. The problems in East Asia and the slowdown in growth in the United States are likely to lead to a weakening of economic activity in western Europe. The Swiss economy should, however, achieve further satisfactory growth. The intentions of the Governing Board duly take into account the uncertainties associated with the forthcoming launch of the euro.

The Swiss National Bank – as is known – has the task of pursuing a monetary policy serving the interests of the country as a whole. Within the scope of monetary policy, the National Bank must help to create conditions that facilitate balanced – and also sustained – economic development. The best contribution monetary policy can make is to guarantee price stability. The National Bank considers this to be achieved with an annual inflation rate of 1–2%.

Once more it must be emphasised that for the National Bank price stability is a means to an end rather than an end in itself. Economic theory shows convincingly that the absence of price stability can lead to a considerable loss of growth, and consequently a loss of welfare. To this must be added that notably the weaker members of the community suffer from inflation. Price stability is therefore an important social issue.

The economic recovery, which got under way in 1997 and was initially supported mainly by exports, spread to every sector of the economy in 1998. Despite the slowdown triggered by the problems in various parts of the world, the real rate of growth of Switzerland's gross domestic product in 1998 is expected to be approximately 2%, in line with the National Bank's forecast. Exports to East Asia contracted considerably. Nevertheless, these losses were offset by a vigorous expansion of exports into the countries of the European Union and the United States and by the revival of domestic demand. Inflation, at 0.1%, is below original expectations.

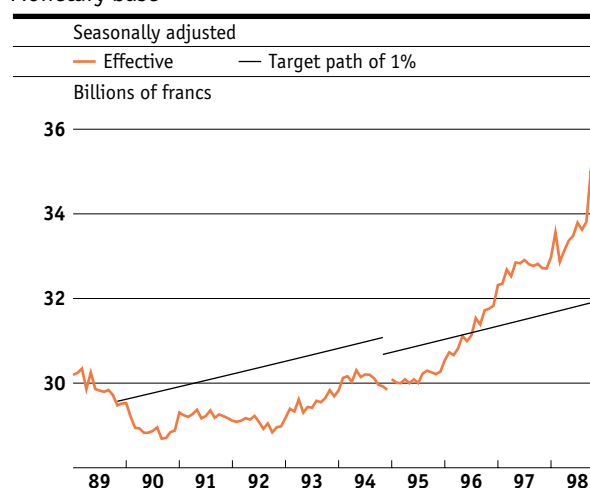
In 1999, economic growth is likely to weaken somewhat both in Switzerland and in other countries in continental Europe. In Switzerland, real gross domestic product is still expected to expand by approximately 1.5%. The export sector will come to feel the results of the external disturbances, while

domestic demand should continue to act as a welcome pillar of the economy. In view of the moderate real growth, unused production capacities are unlikely to be reduced any further. The pressure on consumer prices will therefore remain insignificant. Inflation will probably rise to 1%, with about half this amount being attributable to the increase in value-added tax.

In the past year the development of the Swiss franc rate was only affected to a minor degree by preparations for the European Monetary Union. Of decisive importance, however, were the turbulences in the international financial markets, which boosted the demand for Swiss francs. The National Bank countered the effects on the exchange rate by repeatedly supplying the money market with generous liquidity. Currently the exchange rate is on an adequate level. Should the introduction of the euro pass without a hitch, no particular difficulties are to be expected for Switzerland. The National Bank and the European Central Bank will pursue similar policies. There is considerable agreement both as regards the goals and the operational framework of monetary policy. This will be conducive to exchange rate stability.

As early as a year ago, the National Bank pointed out that the development of the monetary base is becoming more and more difficult to interpret. While the circulation of one-thousand-franc banknotes, which had risen considerably in the previous years, seems to have returned to normal the development of

Monetary base



sight deposits exceeded the National Bank's forecasts. In the wake of international financial problems several banks increased their liquid funds. The already mentioned additional supplies of liquidity also contributed to the growth of sight deposits.

The problems of interpretation referred to induced the National Bank to pay closer attention to the course of the broader money stock M_3 . After having risen markedly in 1996 and at the beginning of 1997, its growth has since levelled off considerably. The moderate development does not point to inflationary risks. In the implementation of the monetary policy intentions for 1999 no marked change in money market rates is to be expected.

There are no indications of an immediate danger of inflation. Nevertheless, it is necessary to be on the alert. It is a well-known fact that monetary policy decisions only have an influence on developments with a time lag of approximately two years.

The National Bank will in future, too, watch a number of other indicators. Particular attention is paid to factors pointing to the cyclical development of economic activity and the exchange rate. In the present environment it is difficult to gauge the future economic development. Should it deviate considerably from present perceptions, the Governing Board would, of course, reassess the situation.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque
pour la séance du 10 décembre 1998

Le rapport a été approuvé le 19 novembre 1998. Autant que possible, il tient compte également des informations publiées après cette date. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières.

1 Environnement international

1.1 Conjoncture

Economie mondiale ébranlée par la crise financière internationale

Au troisième trimestre de 1998, de violentes turbulences sur les marchés financiers internationaux ont secoué l'économie mondiale. Elles ont reflété avant tout l'incertitude grandissante quant à l'évolution future en Asie, en Russie et en Amérique latine. De plus, à fin septembre, les lourdes pertes d'un fonds spéculatif américain ont fait douter de la stabilité du système financier international. L'inquiétude qui régnait sur les marchés financiers et les craintes d'une récession se sont intensifiées dans le monde entier.

Malgré la crise financière internationale et les tendances à la récession dans les pays non-membres de l'OCDE, l'évolution économique est restée favorable dans la plupart des pays industrialisés occidentaux, grâce à la demande intérieure robuste. Toutefois, les risques conjoncturels ont augmenté et les prévisions pour 1999 ont été revues à la baisse.

Ralentissement de la conjoncture aux Etats-Unis et au Royaume-Uni

Au troisième trimestre, l'économie américaine a enregistré une croissance qui a surpris par sa vigueur. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,5% en comparaison annuelle. La conjoncture a été soutenue par la consommation privée et par la construction de logements, mais aussi par un gonflement plus rapide

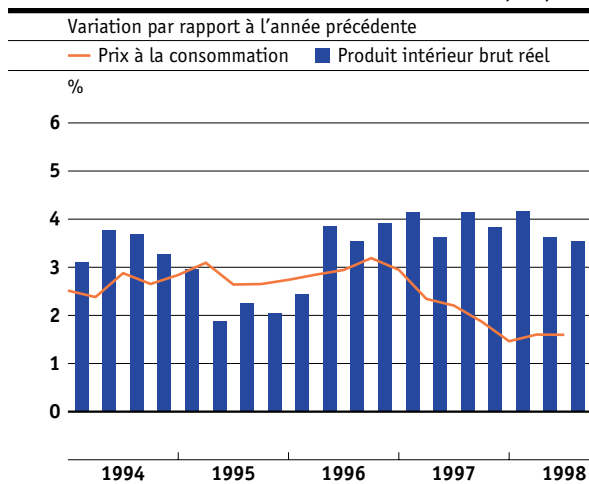
des stocks. Les investissements en biens d'équipement ont par contre perdu de leur vigueur, et les exportations ont régressé. Les impulsions ont faibli principalement dans le secteur industriel. Par rapport au deuxième trimestre, le taux d'utilisation des capacités techniques a diminué, et la production n'a augmenté que légèrement dans l'industrie manufacturière. Les indicateurs avancés étant en repli, un nouveau ralentissement de la croissance est attendu pour le quatrième trimestre.

Après avoir enregistré ces dernières années – tout comme les Etats-Unis – une croissance sensiblement plus forte que celle des pays d'Europe continentale, l'économie britannique a elle aussi marqué un ralentissement. Au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel dépassait de 2,3% son niveau de la période correspondante de 1997, trimestre où une expansion d'environ 4% avait été observée. La production a stagné dans l'industrie manufacturière, et l'essor a nettement faibli dans le secteur des services.

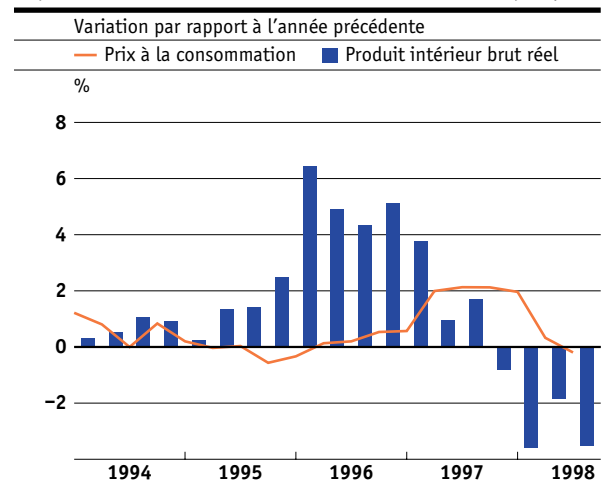
Affaiblissement sur le continent européen

En Allemagne et en France, la reprise économique a continué au troisième trimestre. La consommation privée en particulier s'est redressée, grâce notamment à la légère diminution que le chômage enregistre depuis fin 1997. Toutefois, le climat a subi une détérioration, au cours de l'été, dans les entreprises de ces deux pays, et les signes d'un affaiblissement de la reprise se sont multipliés au quatrième trimestre. L'industrie manufacturière notamment table sur un ralentissement sensible l'année prochaine.

Etats-Unis Graphique 1



Japon Graphique 2



Source pour graphiques 1 et 2:
Banque des Règlements Internationaux (BRI)

La reprise de la conjoncture n'est pas parvenue à s'implanter en Italie, contrairement à ce qui a été observé en Allemagne et en France. Au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel de l'Italie n'a augmenté que légèrement en comparaison annuelle. La consommation privée a stagné, et les exportations, qui avaient jusque-là soutenu la conjoncture, ont perdu de leur vigueur.

Récession au Japon

Au Japon, le produit intérieur brut réel a reculé au troisième trimestre, après une forte baisse au premier semestre. La récession s'est reflétée dans toutes les composantes de la demande. Elle traduit les graves problèmes structurels de l'économie japonaise ainsi que la crise en Asie orientale. Selon les indicateurs disponibles, la récession devrait continuer au quatrième trimestre, en dépit des premiers effets d'un vaste programme de relance économique. Au troisième trimestre, le taux de chômage atteignait 4,3%, soit près d'un point de plus qu'un an auparavant.

En octobre, le Parlement japonais a voté une loi en vue d'assainir le système bancaire. Ainsi, des banques qui se heurtent à des difficultés pourront être remises à flot grâce à des fonds publics.

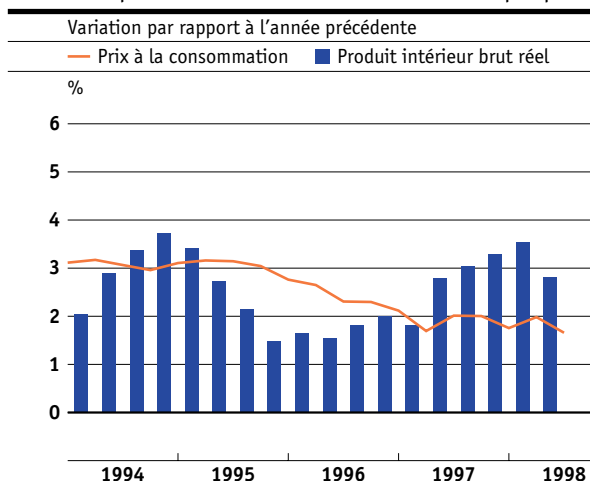
Crise persistante en Asie orientale

Au troisième trimestre, l'économie a continué à se contracter en Thaïlande, en Corée du Sud et en Indonésie, soit dans les pays où la crise a éclaté en premier et où elle a été particulièrement forte. Hong-Kong (Chine) et la Malaisie, qui avaient été jusque-là moins touchés par la crise, ont subi au deuxième trimestre un fléchissement de la conjoncture. L'économie chinoise a conservé une légère croissance grâce aux investissements publics.

Du fait de la crise, les importations ont sensiblement diminué en Thaïlande, en Corée du Sud et en Indonésie au cours des trois premiers trimestres de 1998; en revanche, le volume des exportations a considérablement augmenté à la suite de la chute des monnaies locales sur les marchés des changes. Les prix de nombreux biens exportés ayant baissé sur les marchés mondiaux, les exportations sont restées inchangées en valeur.

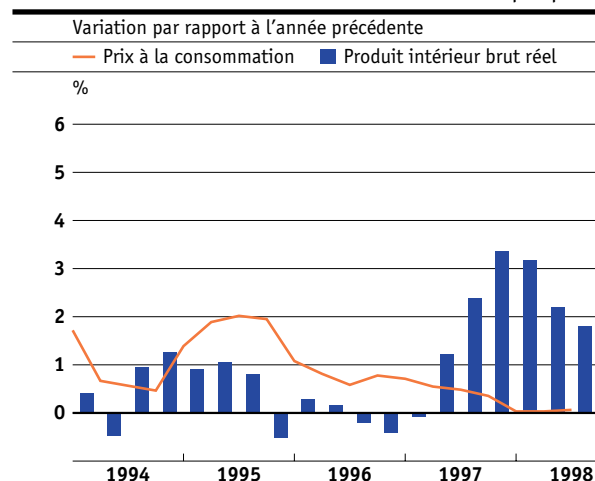
Au troisième trimestre, les autorités monétaires sud-coréennes et thaïlandaises ont pu, grâce à une politique monétaire restrictive, maintenir leurs monnaies stables face au dollar des Etats-Unis. La monnaie indonésienne s'est même raffermie. Dans les trois pays, la stabilisation des cours de change a rendu possible un repli des taux d'intérêt. En raison de l'affaiblissement du dollar américain, la pression à

Union européenne Graphique 3



Source: BRI

Suisse Graphique 4



Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et Office fédéral du développement économique et de l'emploi (OFDE)

la baisse sur les monnaies de Hong-Kong et de la Chine – toutes deux rattachées au dollar – s'est relâchée.

Malgré ces lueurs d'espoirs, il ne faut pas s'attendre à une reprise économique rapide en Thaïlande, en Corée du Sud et en Indonésie. De graves problèmes structurels – notamment le surendettement de l'économie privée – y font obstacle.

La crise s'étend à l'Amérique latine

La crise financière a rendu plus craintifs les investisseurs opérant à l'échelon international. Ils ont rapatrié des capitaux placés dans des pays et régions considérés comme particulièrement risqués pour les investissements; l'Amérique latine en faisait partie. Une vive hausse des taux d'intérêt en a résulté dans cette région.

Caractérisé par un important déficit de la balance des transactions courantes et une détérioration des finances publiques, le Brésil a enregistré des sorties de capitaux particulièrement élevées. Le réal, la monnaie brésilienne liée au dollar des Etats-Unis, a été ainsi soumise à de fortes pressions à la baisse. Pour éviter une dévaluation, une aide financière internationale portant sur 41,5 milliards de dollars a été mise sur pied avec la participation du Fonds monétaire international (FMI), de la Banque mondiale, de la Banque interaméricaine de développement et de la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Le crédit de la BRI est garanti en majeure partie par les pays du Groupe des Dix et huit autres Etats. La Suisse y participe pour une part de 250 millions de dollars; la garantie est donnée par la Banque nationale qui, en vertu de l'arrêté fédéral sur la participation de la Suisse à des mesures monétaires internationales, reçoit à son tour une garantie de la Confédération. En outre, la Suisse a mis à la disposition du FMI, dans le cadre des Nouveaux accords d'emprunt (NAE), une somme de 880 millions de francs au maximum. En contrepartie, le Brésil s'est engagé vis-à-vis du FMI à mettre en œuvre un programme de stabilisation économique, lequel comprend des compressions de dépenses, des hausses d'impôts et des mesures d'ordre structurel.

1.2 Evolution monétaire

Nouveau repli du renchérissement

Grâce à la baisse persistante des prix des matières premières et à la forte revalorisation des monnaies des pays industrialisés vis-à-vis de celles de

l'Asie orientale, le renchérissement a marqué un nouveau repli dans la zone de l'OCDE. En moyenne des pays de l'OCDE (sans les pays à forte inflation), le renchérissement – mesuré aux prix à la consommation – a fléchi, passant de 1,9% en juin à 1,8% en septembre. Il a faibli dans tous les grands pays industrialisés, à l'exception de l'Italie, où il s'est maintenu à 1,8%. Parmi les principaux pays de l'UE, la France a enregistré le taux d'inflation le plus bas (0,5%), et le Royaume-Uni, le plus élevé (3,2%). Les prix à la consommation ont augmenté de 1,5% aux Etats-Unis, mais ont diminué de 0,2% au Japon.

Assouplissement de la politique monétaire

Eu égard à la crise financière internationale et au ralentissement de la croissance qui est attendu aux Etats-Unis, la banque centrale américaine a ramené le taux de l'argent au jour le jour de 5,5% à 5,25% à fin septembre. A la mi-octobre et à la mi-novembre, elle a encore réduit de 0,5 point au total tant le taux de l'argent au jour le jour que le taux de l'escompte. Ces deux taux ont ainsi passé à 4,75%.

En octobre et en novembre, plusieurs banques centrales européennes ont annoncé des baisses de taux d'intérêt. La Banque d'Angleterre a ramené son taux directeur, en deux étapes, de 7,5% à 6,75%. Elle a ainsi réagi au fléchissement de la croissance économique et au relâchement des pressions inflationnistes. Les banques centrales d'Espagne, du Portugal, d'Irlande et d'Italie ont elles aussi réduit leurs taux directeurs. Entre le début d'octobre et la mi-novembre, le taux directeur moyen dans la future zone euro a ainsi diminué de 0,5 point pour s'inscrire à 3,5%. Ces diminutions ont été opérées surtout en prévision de l'introduction de l'euro au début de 1999, introduction qui aura pour effet d'harmoniser le niveau des taux à court terme dans l'ensemble de la zone. En Italie, un assouplissement de la politique monétaire s'imposait aussi pour des raisons conjoncturelles. L'écart entre le taux directeur de l'Italie – le plus élevé – et celui de l'Allemagne – le plus bas – n'était plus que de 0,7 point à la mi-novembre.

En raison de la persistance de la récession et des tendances déflationnistes, la Banque du Japon a ramené le taux de l'argent au jour le jour de 0,5% à 0,25% au début du mois de septembre.

Nouvelles baisses des taux à long terme

Sur les marchés des capitaux des pays industrialisés, le repli des taux, observé depuis l'automne 1997, s'est accéléré au troisième trimestre. Le vif recul et les fortes fluctuations des cours qui ont

caractérisé les marchés des actions depuis la mi-juillet ont incité de nombreux investisseurs à placer leurs fonds dans des titres à revenu fixe de premier ordre. Dans les pays industrialisés occidentaux, les rendements des emprunts émis par l'Etat ont diminué jusqu'à fin septembre, et plusieurs d'entre eux ont ainsi enregistré leur niveau historique le plus bas. La rémunération des emprunts émis à dix ans par l'Etat américain s'établissait en moyenne à 4,8% en septembre, contre 5,5% en juin. Elle a fléchi également de 0,7 point dans les principaux pays industrialisés européens. En septembre, les rendements de tels emprunts s'inscrivaient dans une fourchette allant de 4,2% (Allemagne et France) à 5,1% (Royaume-Uni). Au Japon, le rendement s'est replié, passant de 1,5% à 1,1%.

Apaisement de la situation sur les marchés financiers internationaux au quatrième trimestre

Au quatrième trimestre, la situation s'est apaisée sur les marchés financiers internationaux. Les cours des actions se sont redressés sur les principales places boursières; à la mi-novembre, ils n'étaient plus que légèrement inférieurs à leur niveau record du mois de juillet. En outre, le mouvement de repli des taux d'intérêt à long terme a pris fin sur les marchés des pays industrialisés.

1.3 Perspectives conjoncturelles

Malgré les incertitudes dues aux turbulences sur les marchés financiers et à la crise asiatique, l'OCDE ne s'attend qu'à un faible ralentissement de la croissance économique. Pour 1999, elle prévoit une augmentation de 1,8% du produit intérieur brut réel de l'ensemble de ses membres, alors que la croissance est estimée à 2,2% pour 1998. Selon l'OCDE, la conjoncture devrait marquer un léger tassement dans la plupart des pays de l'UE et faiblir plus nettement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Quant à l'économie japonaise, elle devrait sortir de la récession l'année prochaine, mais la reprise sera vraisemblablement modeste.

Selon les prévisions de l'OCDE, le renchérissement demeurera dans l'ensemble à un bas niveau; le chômage devrait augmenter légèrement. Il s'accroîtra aux Etats-Unis et au Japon, mais diminuera quelque peu dans les pays de l'UE.

Prévisions établies par l'OCDE

Tableau 1

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

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

2 Déflateur du PIB, variation en % par rapport à l'année précédente; OCDE, sans les pays à forte inflation

3 En % de la population active
Source: Perspectives économiques de l'OCDE, octobre 1998

2 Evolution monétaire

2.1 Agrégats monétaires

Accélération de la croissance de la monnaie centrale au troisième trimestre et en octobre

Au troisième trimestre de 1998, la monnaie centrale désaisonnalisée a augmenté de 5,1%, en taux annualisé, par rapport à la période précédente; elle s'inscrivait 2,8% au-dessus du niveau observé un an auparavant. Cette croissance plus vive s'explique en grande partie par l'évolution des avoirs en comptes de virements. En juillet, lorsque des tensions sont apparues sur le marché monétaire, la Banque nationale a approvisionné plus généreusement les banques en liquidités. Elle a en outre contré la revalorisation du franc sur les marchés des changes, en septembre, par un apport plus abondant de liquidités. Ainsi, la monnaie centrale désaisonnalisée dépassait de 342 millions de francs, ou de 1%, la prévision établie par la Banque nationale pour le troisième trimestre.

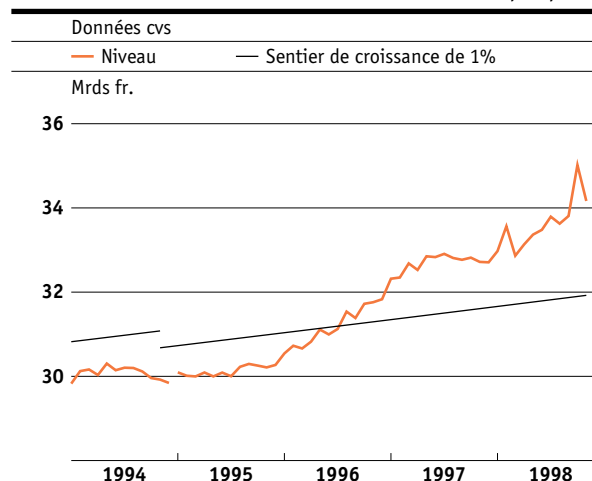
En moyenne du troisième trimestre, les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements ont augmenté de 4,6% par rapport à leur niveau de la période correspondante de 1997. Leur croissance, en comparaison annuelle toujours, a toutefois enregistré de sensibles variations d'un mois à l'autre; elle s'inscrivait à 4,2% en juillet, à 1,6% en août et à 7,8% en septembre. Les billets en circulation – la seconde composante de la monnaie centrale – ont progressé de 2,6% entre le troisième trimestre de 1997 et le même trimestre de 1998. La demande de petites coupures et de billets de mille francs s'est tout particulièrement accrue. La reprise de la con-

sommation privée explique sans doute en partie l'expansion des petites coupures, mais les facteurs à l'origine de la vigoureuse demande de billets de mille francs ne sont pas clairs. Au cours des années 1996 et 1997, une forte croissance des billets de mille francs avait déjà été observée.

En octobre, la Banque nationale a une nouvelle fois approvisionné plus généreusement le marché monétaire en liquidités. Elle a ainsi contrecarré la hausse du franc sur les marchés des changes et tenu compte de la demande accrue d'avoirs en comptes de virements à la suite de l'incertitude régnant sur les marchés des actions. Ces avoirs ont progressé sensiblement, en données corrigées des variations saisonnières, pour s'établir 31,1% au-dessus de leur niveau d'octobre 1997. Après le lancement de la nouvelle coupure de cent francs, les billets en circulation ont eux aussi enregistré une expansion plus forte; en octobre, ils dépassaient de 3% le niveau observé un an auparavant. La monnaie centrale désaisonnalisée s'est ainsi accrue de 6,7% en comparaison annuelle.

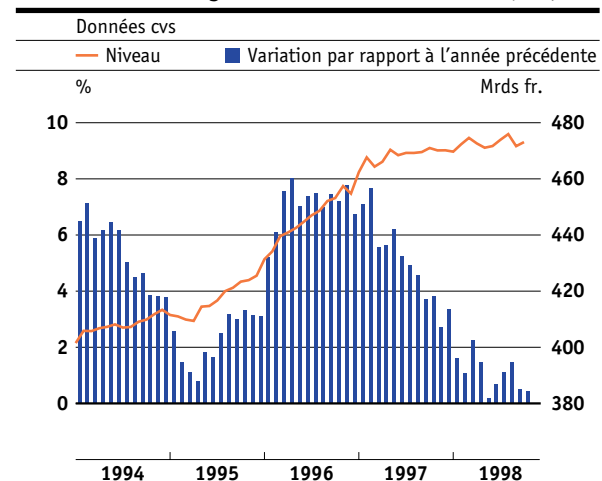
Etant donné la progression plus vive de la monnaie centrale désaisonnalisée, l'écart par rapport au sentier de croissance s'est creusé, passant de 4,9% au deuxième trimestre à 6% au trimestre suivant et à 9,8% en octobre. Depuis fin 1995, la demande de monnaie centrale, tant des banques que du public, s'est toutefois déplacée de telle sorte que l'écart entre la monnaie centrale et son sentier de croissance amplifie le caractère expansionniste de la politique monétaire. Au cours des derniers mois, cette évolution s'est encore accentuée du fait de la forte incertitude régnant sur les marchés financiers.

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 non soumis à la loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne.

Masse monétaire M₃ Graphique 6



Source: BNS

Monnaie centrale

Tableau 2

	1996	1997	1997		1998							
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	juillet	août	sept.	octobre	novembre
Billets en circulation ¹	28,2	29,0	28,5	29,3	29,4	29,4	29,3	29,5	29,2	29,2	29,6	29,4
Variation ²	2,4	2,8	2,3	1,7	0,2	1,9	2,6	2,6	2,7	2,5	3,0	2,7
Avoirs en comptes de virements ¹	2,9	3,7	3,8	3,8	3,9	3,8	4,0	4,0	3,9	4,1	4,7	4,4
Variation ²	14,1	26,5	26,9	15,6	12,4	2,1	4,6	4,2	1,6	7,8	31,1	13,7
MC ^{1,3}	31,2	32,7	32,4	33,1	33,3	33,2	33,3	33,5	33,1	33,3	34,3	33,8
MCD ^{1,4}	31,2	32,7	32,8	32,7	33,1	33,3	33,7	33,8	33,6	33,8	35,0	34,2
Variation ²	3,5	4,8	4,7	3,1	2,1	1,8	2,8	2,7	2,5	3,2	6,7	4,4
Variation ⁵	5,0	3,1	4,5	3,1	4,8	3,6	4,1	4,8	3,6	3,9	7,6	4,3

Agrégats monétaires au sens large⁶

Tableau 3

	1996	1997	1997		1998							
			3e trim.	4e trim.	1er trim. ^p	2e trim. ^p	3e trim. ^p	juillet ^p	août ^p	sept. ^p	octobre ^p	
Numéraire en circulation	2,6	3,2	3,1	0,7	-0,4	1,3	2,2	1,6	1,9	3,0	2,3	
Dépôts à vue	15,6	14,9	17,7	11,6	16,5	7,5	0,8	4,4	9,4	10,3	14,3	
Comptes de transactions	11,4	7,2	8,9	7,7	8,3	9,1	4,2	7,1	3,4	2,4	4,1	
M₁	11,7	10,1	12,0	8,4	10,8	7,1	5,7	4,9	6,0	6,3	8,8	
Dépôts d'épargne	12,1	3,6	4,0	3,1	1,6	-1,2	-1,9	-1,4	-1,8	-2,7	-1,8	
M₂	11,9	6,5	7,6	5,5	5,8	2,7	1,7	1,6	1,9	1,5	3,2	
Dépôts à terme	-9,6	-0,8	-7,6	-5,7	-15,8	-7,4	-2,3	-1,4	-0,8	-4,8	-12,1	
M₃	6,9	5,1	4,5	3,3	1,6	0,7	0,9	1,0	1,4	0,2	0,4	

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

2 En % par rapport à l'année précédente

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

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

5 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

Normalisation en novembre

En novembre, la monnaie centrale a diminué sensiblement, et l'écart par rapport au sentier de croissance s'est réduit, passant à 7%.

Selon la prévision de la Banque nationale, la monnaie centrale désaisonnalisée devrait s'inscrire en moyenne à 33,9 milliards de francs au premier trimestre de 1999.

Progression des agrégats monétaires au sens large

La croissance des agrégats monétaires au sens large s'est légèrement accélérée au troisième trimestre. La masse monétaire M_3 , qui avait pratiquement stagné du premier au deuxième trimestre, a progressé de 1,7% du deuxième au troisième trimestre, en taux annualisé et après correction des variations saisonnières. En comparaison annuelle, elle a augmenté de 0,9%.

Le repli des taux d'intérêt sur le marché monétaire a engendré des transferts de dépôts à terme vers des formes de placements plus liquides. Ainsi, la masse monétaire M_2 – contrairement à M_3 , elle ne comprend pas de dépôts à terme – a enregistré une progression trimestrielle de 2,1% (en taux annualisé), soit un rythme un peu supérieur à celui de M_3 . Par rapport au niveau observé un an auparavant, l'agrégat M_2 s'est accru de 1,7%.

Parmi les formes de placement plus liquides, les dépôts à vue du public dans les banques et à la Poste ont tout particulièrement augmenté au troisième trimestre. Les fonds d'épargne ont légèrement diminué, bien que leur rémunération soit restée largement

inchangée, contrairement aux taux à court terme qui se sont inscrits en repli. De ce fait, M_1 a marqué la plus forte expansion de tous les agrégats monétaires au sens large. Du deuxième au troisième trimestre, la masse monétaire M_1 s'est accrue de 6% en taux annualisé; au troisième trimestre, elle dépassait de 5,7% son niveau de la période correspondante de 1997.

2.2 Crédits et marché des capitaux

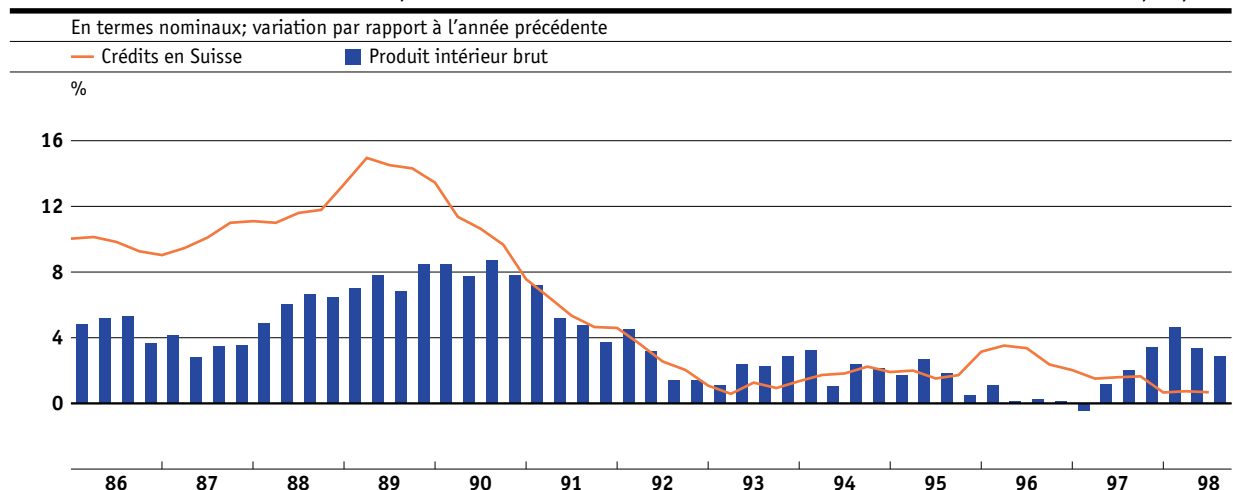
Croissance toujours faible des crédits à la clientèle suisse

Les crédits ont continué à évoluer de manière divergente. A fin septembre, les crédits à la clientèle suisse ne dépassaient que de 0,7% le niveau observé un an auparavant. En revanche, les crédits à des débiteurs étrangers ont progressé de 64,6% dans le même laps de temps. Leur vive expansion est due en grande partie à des modifications comptables (voir Bulletin trimestriel 3/98). Dans une moindre mesure, elle s'explique par l'augmentation des prêts de titres et des pensions de titres («repos»), opérations que la clientèle étrangère passe généralement en monnaies étrangères.

Bien qu'une légère reprise ait été observée dans la construction, les crédits ont continué à diminuer dans cette branche. Entre fin septembre 1997 et fin septembre 1998, les limites ouvertes ont reculé de 13,7%, et les montants utilisés, de 18,4%. Le taux annuel de croissance des hypothèques s'est inscrit à 2,6%; une fois encore, il est le plus élevé de tous les crédits à la clientèle suisse.

Evolution des crédits en Suisse et du produit intérieur brut

Graphique 7



Source: BNS

	1996	1997	1997		1998		
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Emprunts et actions, total							
Valeur d'émission ¹	60,8	61,7	17,1	13,7	22,3	20,8	19,5
Conversions/remboursements	42,0	32,9	8,2	8,3	9,0	6,7	9,5
Recours net	18,9	28,8	8,9	5,4	13,3	14,1	10,0
Emprunts obligataires suisses							
Valeur d'émission ¹	23,3	24,3	5,9	6,0	11,5	7,5	6,2
Conversions/remboursements	22,7	17,6	3,5	3,8	4,4	3,3	4,8
Recours net	0,6	6,8	2,3	2,2	7,1	4,2	1,4
Actions suisses							
Valeur d'émission ¹	1,5	2,9	1,1	0,6	0,1	1,8	0,7
Remboursements	1,6	3,0	2,0	0,5	0,5	0,8	0,6
Recours net	-0,1	-0,1	-0,9	0,1	-0,4	1,0	0,1
Emprunts obligataires étrangers²							
Valeur d'émission ¹	36,0	34,5	10,1	7,1	10,7	11,5	12,6
Remboursements	17,6	12,4	2,6	4,0	4,1	2,6	4,1
Recours net ³	18,4	22,1	7,5	3,1	6,6	8,9	8,5

1 Selon la date de libération

2 Sans les emprunts
en monnaies étrangères

3 Sans les conversions

La progression des crédits – à l’instar de celle du PIB en termes nominaux – reste très lente depuis 1992/93. La chute des prix sur le marché immobilier et la nouvelle évaluation des risques ont contribué elles aussi à freiner les octrois de crédits ces dernières années. Par ailleurs, les banques ayant procédé à des amortissements pour près de 50 milliards de francs sur leurs crédits au cours des années nonante, l’évolution des crédits, telle qu’elle ressort des bilans, sous-estime sans doute les octrois de prêts.

Forte activité sur le marché des capitaux

Au troisième trimestre, le rythme des émissions est resté soutenu sur le marché suisse des capitaux. Des titres suisses et étrangers ont été émis pour 19,5 milliards de francs, contre 17,1 milliards un an auparavant. Ce volume est toutefois en repli par rapport à ce qui a été observé les deux trimestres précédents. En septembre notamment, l’incertitude quant aux répercussions de la crise financière russe et les turbulences sur les marchés des actions ont entraîné un ralentissement des émissions.

Le prélèvement net opéré sur le marché suisse des capitaux par les émissions d’emprunts et d’actions (émissions moins remboursements) a atteint 10 milliards de francs au troisième trimestre, contre 8,9 milliards un an auparavant. Le prélèvement net opéré par les emprunts obligataires de débiteurs étrangers a passé de 7,5 milliards de francs à 8,5 milliards; étant donné le volume important des remboursements, les emprunteurs suisses ont recueilli moins de fonds, en termes nets, sur le marché obligataire (1,4 milliard de francs, contre 2,3 milliards au troisième trimestre de 1997). Dans le compartiment étranger, les émissions liées à des actions ont fortement diminué en comparaison annuelle. La préférence est allée aux emprunts classiques («straights») à courte échéance, mais aussi aux emprunts à taux variable et aux obligations synthétiques. Dans le segment suisse, seuls des emprunts classiques ont été lancés.

Le recueil net de fonds par les émissions d’actions n’a porté que sur 0,1 milliard de francs; tant les émissions que les remboursements ont diminué. Au troisième trimestre de 1997, les remboursements avaient été toutefois supérieurs aux émissions.

2.3 Taux d’intérêt

Baisse des taux sur le marché monétaire...

Les taux d’intérêt à court terme, qui avaient nettement augmenté au deuxième trimestre, sont

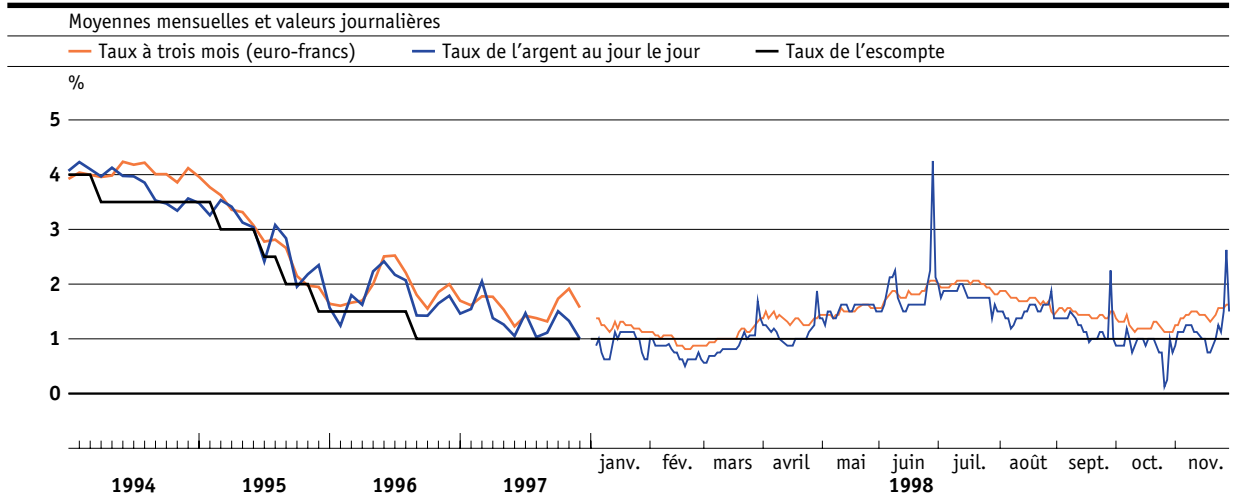
repartis à la baisse dès le milieu de l’année. La Banque nationale ayant approvisionné plus généreusement le marché en liquidités, le taux de l’argent au jour le jour a diminué, passant de 1,9% en juin à 0,8% en octobre. Sur le marché des euro-francs, les rémunérations des dépôts d’une durée comprise entre un et douze mois ont reculé à peu près d’autant. Le taux des dépôts à trois mois était de 1,2% en octobre, contre 2% en juillet. Au troisième trimestre, il s’inscrivait à 1,7% en moyenne, soit à un niveau légèrement supérieur à celui de la période précédente. Le rendement à l’émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération s’établissait à près de 1,6%, contre 1,5% au deuxième trimestre.

Les taux d’intérêt à court terme ayant diminué moins fortement à l’étranger, les écarts par rapport aux rémunérations servies sur les dépôts en francs suisses se sont de nouveau nettement creusés. Sur l’euro-marché, la différence entre les taux des dépôts à trois mois en marks et en francs a passé de 1,4 point en juillet à 2,3 points en octobre. L’écart entre les rémunérations des dépôts en dollars et en francs a lui aussi augmenté, mais moins sensiblement du fait que la banque centrale américaine a réduit ses taux directeurs en septembre et en octobre. Il a crû de 0,4 point pour s’inscrire à 4 points.

...et repli des rendements obligataires

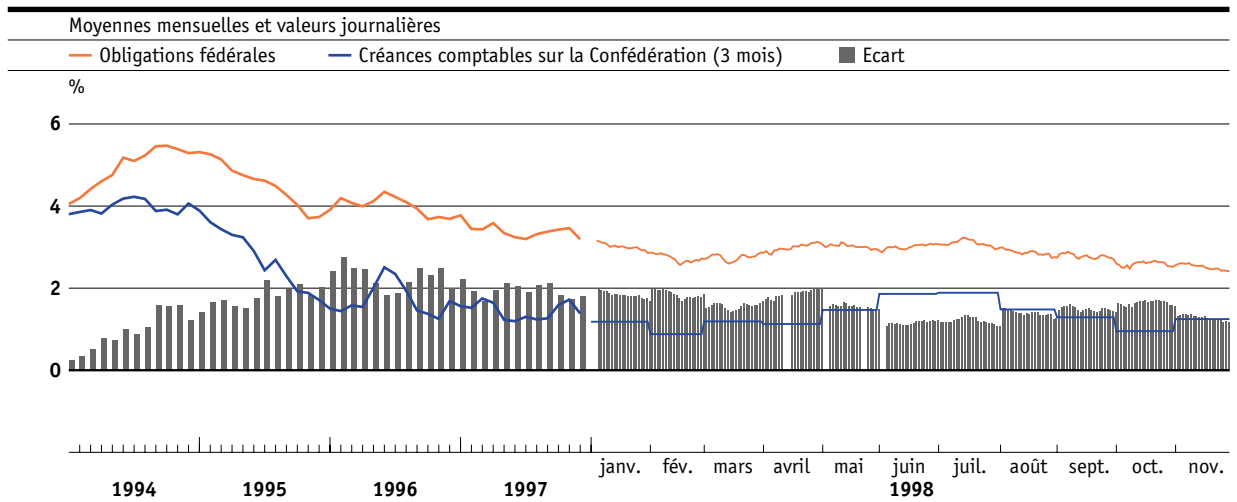
Sur le marché suisse des capitaux, les rendements ont généralement baissé, à partir du milieu de l’année, dans le sillage des taux à court terme. La forte crainte du risque chez les investisseurs s’est traduite par un repli supérieur à la moyenne des rendements des titres de premier ordre. Entre juillet et octobre, le rendement moyen des obligations fédérales a diminué de 0,6 point, passant à environ 2,5%. Du fait de la baisse encore plus marquée des rendements à l’émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération, l’inclinaison de la courbe des taux a augmenté de 0,3 point.

Contrairement aux rémunérations à long terme, les taux appliqués par les banques cantonales aux anciennes et aux nouvelles hypothèques en premier rang sont restés inchangés à un peu plus de 4%. Les rémunérations servies sur les dépôts d’épargne ordinaires ont été maintenues à près de 1,4%. Après avoir augmenté pour s’établir à 2,9% au début d’août, le taux moyen des nouvelles obligations de caisse émises par des banques cantonales pour des durées comprises entre deux et huit ans est retombé à fin octobre à son niveau moyen du deuxième trimestre, soit à 2,6%.



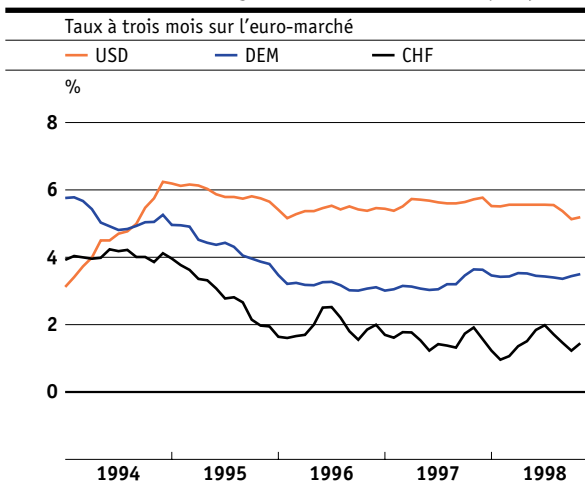
Rendement des obligations et structure des taux d'intérêt

Graphique 9



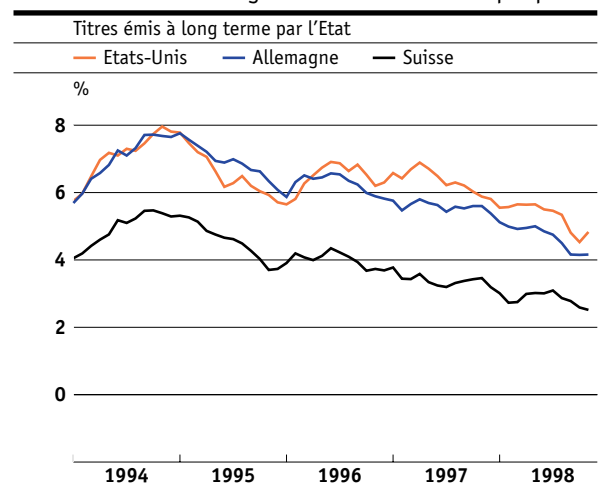
Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 10



Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 11



Source pour graphiques 8 et 10: BNS

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

rendements le jour de clôture des enchères; valeur mensuelle: rendement de la dernière mise aux enchères du mois. Source: BNS

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

Recul des cours des actions au troisième trimestre – Redressement partiel jusqu'à fin novembre

La crise financière internationale s'est répercutée aussi, et très nettement, sur le marché suisse des actions. Le Swiss Performance Index (SPI) a fléchi de 37% entre fin juillet – il avait alors atteint son niveau record – et début octobre. Par la suite, il a regagné du terrain et n'était plus, à fin novembre, inférieur que de 13% à son niveau de fin juillet. Le repli des titres bancaires a été encore plus marqué. Après avoir perdu 44%, ces actions se sont redressées légèrement. A fin novembre, elles étaient encore 33% au-dessous de leur précédent record.

2.4 Cours de change

Forte baisse du dollar

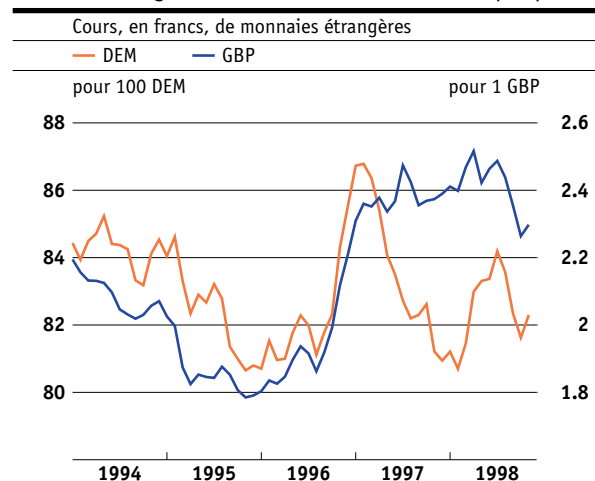
A la suite des importantes corrections de cours sur les marchés des actions et des moins bonnes perspectives de croissance de l'économie américaine, le dollar des Etats-Unis a subi de fortes pressions à la baisse au troisième trimestre; il a fléchi nettement tant par rapport au yen japonais que vis-à-vis de la plupart des autres monnaies. Dans la première moitié d'octobre, il a reculé une nouvelle fois sensiblement face au yen, du fait de ventes massives de dollars contre des yens par des établissements financiers japonais et par des fonds américains. A fin octobre, le dollar valait 116 yens, soit 18% de moins qu'en juillet. Il a perdu aussi beaucoup de terrain par rapport aux monnaies européennes. Sa baisse a été toutefois moins forte vis-à-vis de la livre sterling.

Revalorisation du franc

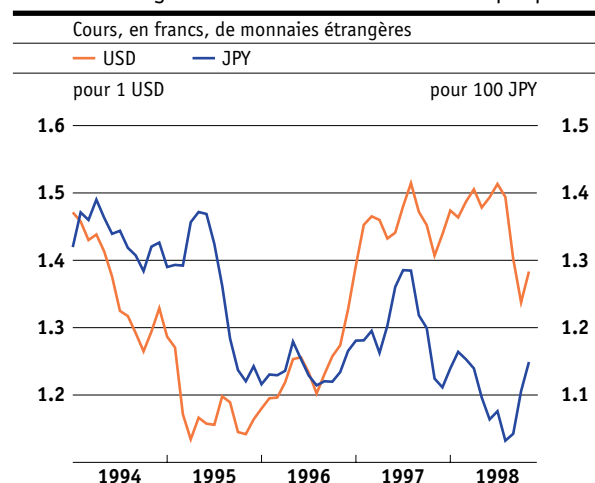
L'affaiblissement du dollar a entraîné une nette revalorisation du franc face à la plupart des monnaies européennes. A fin octobre, le dollar valait 1,35 franc. Le franc a ainsi marqué une hausse de 11,5% depuis juillet. Il s'est également revalorisé par rapport au mark allemand, au franc français et à la lire italienne. Entre juillet et octobre, le franc s'est raffermi de 3,2% face au mark allemand, qui valait 81,4 centimes à fin octobre. Il a en revanche fléchi de 5,2% vis-à-vis du yen japonais.

En termes réels, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, s'est accrue de 5,1% entre juillet et octobre, mois où elle dépassait de 2,3% le niveau observé un an auparavant. Le franc a enregistré, vis-à-vis du mark allemand, des hausses réelles de 3,5% entre juillet et octobre et de 0,2% depuis octobre 1997. Entre juillet et octobre, le franc a gagné, en termes réels, 13,2% par rapport au dollar et 9,4% face à la livre sterling.

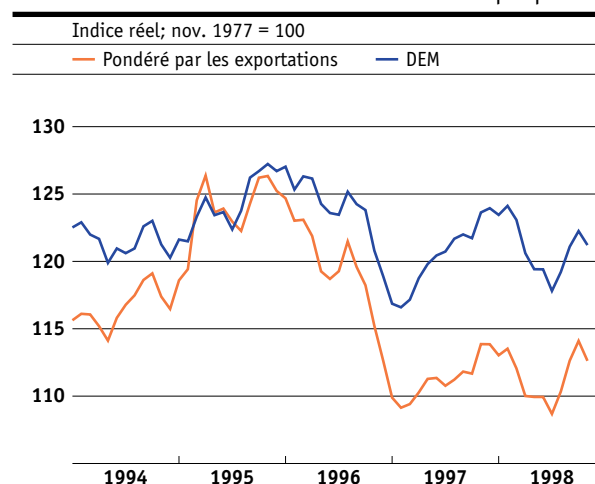
Cours de change Graphique 12



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

Poursuite de la croissance modérée

Au troisième trimestre de 1998, la reprise de l'économie suisse a continué à un rythme modéré. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,6% (taux annualisé) d'un trimestre à l'autre; il dépassait ainsi de 1,8% le niveau du troisième trimestre de 1997.

La consommation privée et les investissements ont gagné quelque peu en dynamisme, mais les exportations ont progressé au même rythme qu'au trimestre précédent. Etant donné toutefois que le renforcement des stocks s'est presque interrompu, la demande globale a marqué un fort ralentissement de sa progression. Elle était encore supérieure de 2,9% au niveau de la période correspondante de 1997; son apport à la croissance a donc passé de 5,7 points à 4,1 points (voir tableau 5). Les exportations et la demande intérieure ont contribué approximativement à parts égales à cette croissance, alors que la seconde avait encore joué un rôle prédominant durant le premier semestre. La demande globale ayant ralenti son expansion, les importations ont elles aussi perdu de leur élan. Elles ont toutefois crû à un rythme légèrement plus rapide que les exportations. Ainsi, la contribution du commerce extérieur à la croissance du produit intérieur brut est restée négative.

Affaiblissement de la conjoncture dans l'industrie

Si la croissance de l'économie est demeurée au troisième trimestre à peu près aussi forte qu'au premier semestre, la conjoncture a été nettement moins soutenue dans l'industrie, à la suite de la contraction de la demande étrangère. L'indicateur de la marche des affaires dans l'industrie, qui est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, a continué son mouvement de repli. Les entrées de commandes ont stagné entre juillet et septembre, de sorte qu'un nombre croissant d'entrepreneurs estimaient leurs carnets de commandes insuffisants. La production industrielle a enregistré un fort ralentissement de sa progression. Les stocks se sont néanmoins étoffés; ils sont considérés de plus en plus comme trop élevés.

Les entreprises à vocation exportatrice notamment ont subi les effets du refroidissement conjoncturel. En août et en septembre, elles ont annoncé un

recul des commandes provenant de l'étranger. Il s'agit en particulier de la chimie et de l'industrie horlogère. En ce qui concerne les entreprises axées surtout sur le marché intérieur, la marche des affaires s'est stabilisée au niveau atteint au début de l'année, niveau jugé satisfaisant par les entrepreneurs.

Légère baisse du taux d'utilisation des capacités techniques

Au troisième trimestre, les capacités techniques de l'industrie n'ont plus été aussi nettement relevées qu'au deuxième trimestre. La production industrielle ayant encore fortement perdu de son dynamisme, le taux d'utilisation des capacités techniques a passé de 86,1% à 85,5%.

Perspectives pour les trois prochains mois

La diminution des commandes, la revalorisation du franc suisse et les risques conjoncturels accrus au troisième trimestre ont modéré sensiblement l'optimisme, encore perceptible jusqu'au milieu de l'année, de l'industrie exportatrice. En septembre, une majorité d'entrepreneurs ont tablé pour la première fois sur un recul des commandes afférentes aux trois prochains mois. Dans les branches axées sur le marché intérieur, celles qui sont proches de la construction notamment ont de nouveau porté un jugement plus pessimiste sur les perspectives d'avenir. Les autres branches escomptent en revanche une nouvelle progression, mais légère, de la demande.

PIB: prévisions pour 1999

La reprise de l'économie suisse devrait se poursuivre à un rythme moins soutenu l'année prochaine. La plupart des instituts de recherches conjoncturelles tablent sur une progression entre 1,4% et 2% du produit intérieur brut réel. La Banque nationale s'attend à une croissance économique de 1,5% en termes réels. Alors que les exportations de biens et de services devraient croître moins fortement qu'en 1998, une augmentation sensible de la demande de consommation et d'investissements est de nouveau escomptée.

Produit intérieur brut

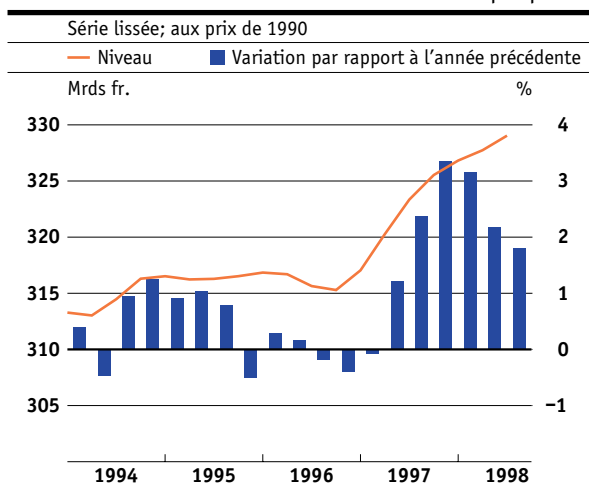
Tableau 5

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

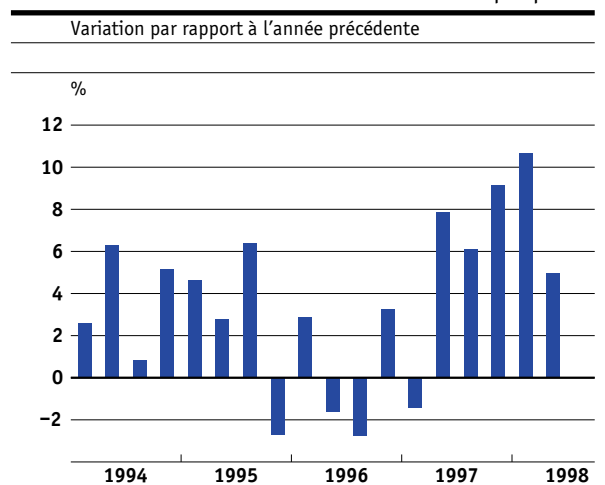
	1996	1997	1997		1998		
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Consommation privée	0,3	0,7	0,7	1,3	1,0	0,9	1,2
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Formation de capital fixe	-0,7	0,4	0,4	1,2	1,3	0,8	0,6
Constructions	-0,9	-0,2	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
Biens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

Sources: OFS et OFDE

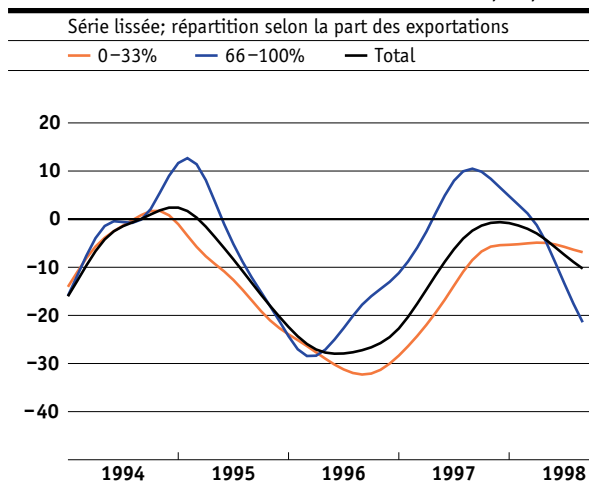
Produit intérieur brut Graphique 15



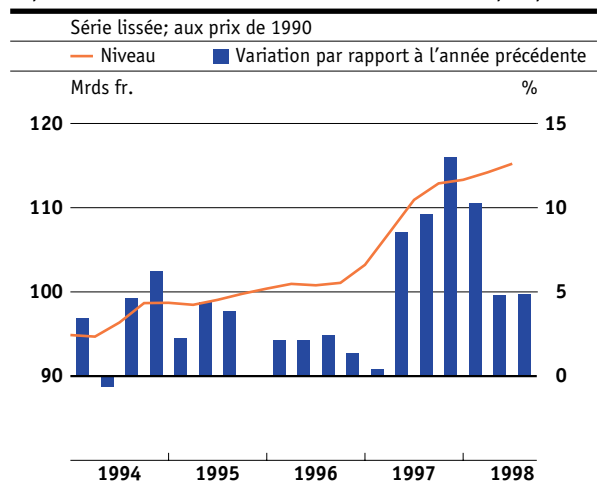
Production industrielle Graphique 17



Marché des affaires dans l'industrie Graphique 16



Exportations Graphique 18



Graphiques 15 et 18: Estimations trimestrielles, annualisées.
Source: OFDE

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

en portefeuille et les stocks de produits finis.
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ
Source pour graphique 17: OFS

3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes

Nouveau tassement de la croissance des exportations

Au troisième trimestre, les exportations de biens dépassaient encore de 3,3% leur niveau de la période correspondante de 1997, en volume et en données corrigées des jours ouvrables (deuxième trimestre: 8%).¹

L'affaiblissement de la conjoncture exportatrice s'est fait particulièrement sentir dans les ventes à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis. Au premier semestre, ces ventes avaient augmenté de 9% en moyenne par rapport à la période correspondante de 1997, alors qu'au troisième trimestre, elles ont diminué de 1,6%. Les exportations de biens d'équipement étaient supérieures de 4,6% à leur niveau du troisième trimestre de 1997, après avoir enregistré une croissance de 10% au premier semestre. Le recul des livraisons à l'étranger de machines textiles et d'instruments de précision a été très marqué. Les exportations de biens de consommation ont progressé en revanche de 6%, soit à un rythme quelque peu plus soutenu qu'aux deux premiers trimestres. Le net accroissement des ventes à l'étranger de produits pharmaceutiques a une nouvelle fois compensé le fléchissement des exportations de montres (-7%).

Demande toujours vigoureuse de l'UE...

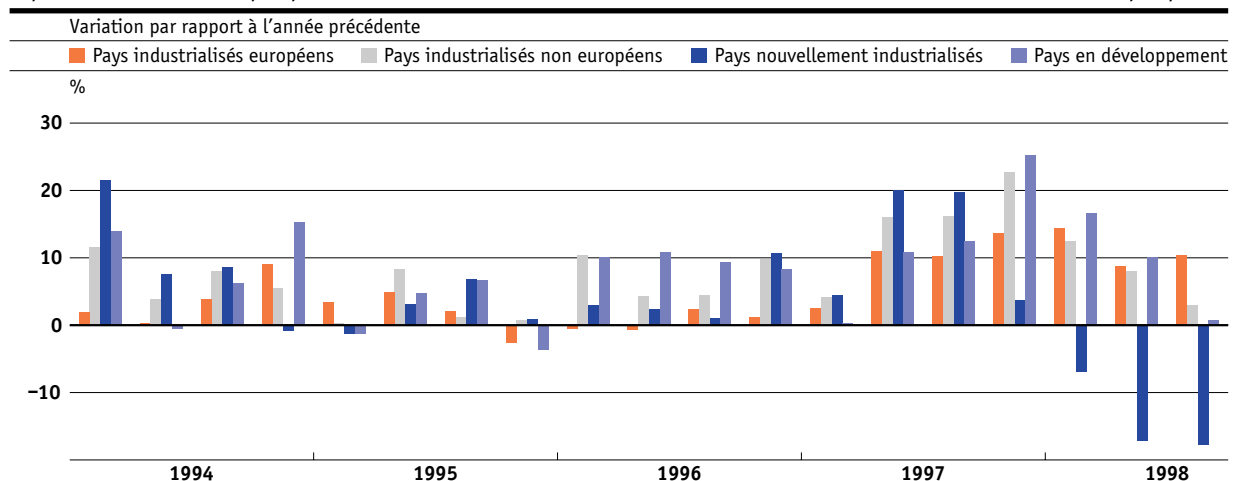
Une répartition selon les régions montre que les exportations ont évolué de manière contrastée au troisième trimestre également. Les ventes à l'UE ont continué à croître fortement (7,6%), notamment celles à la France, à l'Italie, aux Pays-Bas, à la Scandinavie et à l'Espagne. Les exportations vers l'Allemagne ont quant à elles progressé une nouvelle fois légèrement moins (5,3%) que celles vers l'UE. Du fait du tassement de la conjoncture britannique, les livraisons au Royaume-Uni ont augmenté de 4,2%, contre 12,8% au premier semestre de 1998.

... mais moins forte des autres régions

Les ventes aux régions situées hors de l'UE, régions auxquelles reviennent environ 40% des exportations totales, ont nettement perdu de leur dynamisme. Les exportations vers les Etats-Unis étaient supérieures de 4,7% à leur niveau du troisième trimestre de 1997 (premier semestre: 10,6%). Par contre, les livraisons au Japon, pays frappé d'une récession, ont diminué de 6,8% par rapport à la période correspondante de 1997 et celles aux pays nouvellement industrialisés de l'Asie de l'Est, de 30%. La crise en Russie a influé également sur les exportations vers les pays en transition de l'Europe de l'Est. En effet, celles-ci s'inscrivaient 1,3% au-dessous de leur niveau du troisième trimestre de 1997, après avoir augmenté de 14% au premier semestre de 1998.

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

1 Le troisième trimestre de 1998 ayant compté un jour ouvrable de plus que le trimestre correspondant de 1997, les taux de croissance du commerce extérieur se sont inscrits environ 1,5 point au-dessous des taux officiels non

adaptés. Par la suite, il s'agira toujours de données corrigées des jours ouvrables. Les tableaux 6 et 7 ainsi que le graphique 19 comprennent les données officielles.

Exportations, selon l'utilisation des marchandises en termes réels¹
Variation en % par rapport à l'année précédente²

Tableau 6

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

Importations, selon l'utilisation des marchandises en termes réels¹
Variation en % par rapport à l'année précédente²

Tableau 7

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

Balance des transactions courantes soldes en milliards de francs

Tableau 8

	1996 ³	1997 ³	1997 ³		1998 ⁴		
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Biens	1,1	-0,5	-0,5	1,3	-1,1	-0,9	-0,2
Commerce spécial	1,9	0,3	-0,4	1,6	-0,8	-0,8	0,0
Services	15,4	18,8	4,8	4,4	5,4	4,5	4,5
Tourisme	1,6	1,5	0,3	0,1	1,2	0,0	0,3
Revenus du travail et des capitaux	15,6	19,7	4,9	4,9	4,6	4,3	4,9
Revenus des capitaux	22,4	26,2	6,5	6,5	6,2	6,0	6,5
Transferts courants	-5,0	-4,9	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2
Total de la balance	27,2	33,1	7,9	9,5	7,6	6,6	7,9

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

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

La baisse persistante des prix du pétrole et les pertes massives sur les placements financiers internationaux ont aussi engendré une contraction de la demande (-23%) émanant des pays de l'OPEP. En revanche, les livraisons aux pays d'Amérique latine ont continué à croître, mais à un rythme moins soutenu.

Ralentissement de la croissance des importations

Au troisième trimestre, les importations de biens ont crû nettement moins qu'au premier semestre de 1998. En données corrigées des jours ouvrables, elles ont augmenté de 4,6% par rapport à la période correspondante de 1997, après une croissance de 8,6% au premier semestre. Cette évolution reflète surtout le refroidissement de la conjoncture dans l'industrie.

Les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ont augmenté de 3,7% par rapport au troisième trimestre de 1997 (premier semestre: 8,5%). Les importations de biens de consommation ont progressé de 6,1%, contre près de 10% au premier semestre. Cette hausse s'explique par des importations nettement accrues de voitures particulières et d'autres biens de consommation durables. Les importations de biens d'équipement ont elles aussi marqué un ralentissement de leur croissance, celle-ci passant de 12% au premier semestre à 4,6% au troisième trimestre. Cet affaiblissement a toutefois été quelque peu amplifié par la livraison de deux avions en juillet 1997. Si les importations d'appareils de bureau destinés au secteur des services ont continué à s'accroître vigoureusement (19%), celles de machines ont enregistré, avec près de 6%, une croissance légèrement moins forte qu'au premier semestre. Les importations de produits énergétiques s'inscrivaient 9% au-dessous de leur niveau du troisième trimestre de 1997.

Baisse des prix à l'exportation et à l'importation

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'exportation ont diminué de 1,3% par rapport au troisième trimestre de 1997, alors qu'ils avaient stagné au premier semestre de 1998 et augmenté de 3,7% en 1997. Pour les biens importés, la baisse des prix s'est poursuivie; elle est observée depuis le début de l'année. Au troisième trimestre, les prix moyens de ces biens étaient inférieurs de 3,7% à leur niveau de la période correspondante de 1997.

Excédent inchangé de la balance des transactions courantes

Au troisième trimestre, les exportations de biens se sont accrues de 3,3% en valeur, et les importations de biens, de 1,9%. Etant donné qu'elles atteignaient les unes comme les autres 27,7 milliards de francs, la balance commerciale a été équilibrée; un an auparavant, elle avait accusé un déficit de 0,4 milliard de francs. Le solde actif de la balance des services a passé de 4,8 milliards à 4,5 milliards de francs. Les recettes tirées du tourisme ont augmenté une nouvelle fois par rapport à la période correspondante de 1997. Par contre, les commissions bancaires ont diminué. L'excédent des revenus de facteurs s'inscrivait à 4,9 milliards de francs, soit au même niveau qu'un an auparavant; les revenus de capitaux versés à l'étranger ont enregistré une plus forte progression que ceux qui ont été tirés des actifs financiers suisses et des investissements directs à l'étranger. L'excédent de la balance des transactions courantes s'élevait à 7,9 milliards de francs, un montant identique à celui du troisième trimestre de 1997. Sa part au produit intérieur brut nominal était ainsi de 8,2%.

3.3 Investissements

Les investissements ont continué à croître au troisième trimestre. Ils ont augmenté de 2,4% par rapport à la période correspondante de 1997, après une croissance de 3,1% au deuxième trimestre. Les investissements en biens d'équipement ont progressé à un rythme moins vigoureux qu'au premier semestre. Dans la construction, l'activité s'est ranimée légèrement, mais à partir d'un bas niveau.

Légère reprise dans la construction

Les investissements en constructions dépassaient, au troisième trimestre, de 1,6% le volume de la période correspondante de 1997. Cette amélioration s'est reflétée également dans l'évolution des livraisons de ciment en Suisse; celles-ci ont en effet augmenté de 3,5%, alors qu'elles avaient reculé au deuxième trimestre. Le léger regain d'activité est dû en grande partie au programme d'impulsions de la Confédération, programme qui vise à stimuler les investissements publics en constructions. Le génie civil en a profité avant tout. Les entrées et carnets de commandes ayant progressé quelque peu ces derniers trimestres dans la construction de logements et dans celle d'immeubles industriels et artisanaux, l'activité s'est animée légèrement dans ces deux segments.

L'enquête sur l'industrie et la construction menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ confirme la faible reprise dans la construction. L'activité a marqué de nouveau une légère amélioration dans le secteur principal de la construction. En ce qui concerne les perspectives d'avenir, l'apprécia-

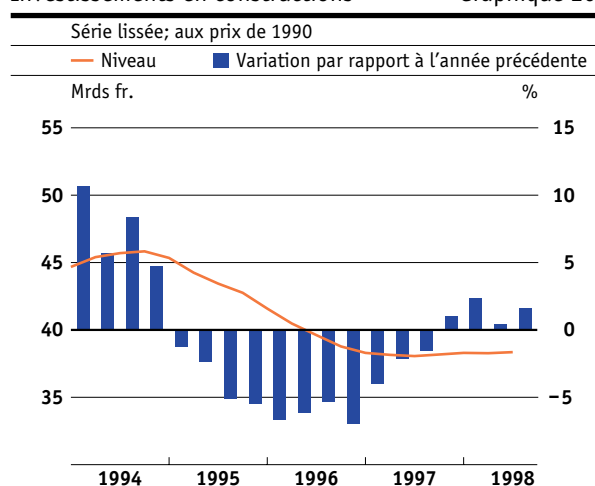
tion est toutefois moins favorable. Pour les trois à six prochains mois, les entrées de commandes ont fait l'objet d'une estimation plus pessimiste, notamment dans le bâtiment.

Selon l'indice calculé par le bureau de planification Wüest & Partner, les prix n'ont enregistré qu'un léger repli dans l'immobilier entre le troisième trimestre de 1997 et la période correspondante de l'année suivante. Les prix des maisons familiales et des appartements en propriété par étage ont diminué de 1,1% et de 1,3% durant le même laps de temps. Les loyers des bureaux ont reculé quant à eux de 2,2%. La pression à la baisse des loyers est restée inchangée (-4,1%) du côté des appartements. Cette situation a reflété le déséquilibre persistant qui règne sur ce marché. Le nombre des appartements vides à louer a atteint un nouveau record au troisième trimestre.

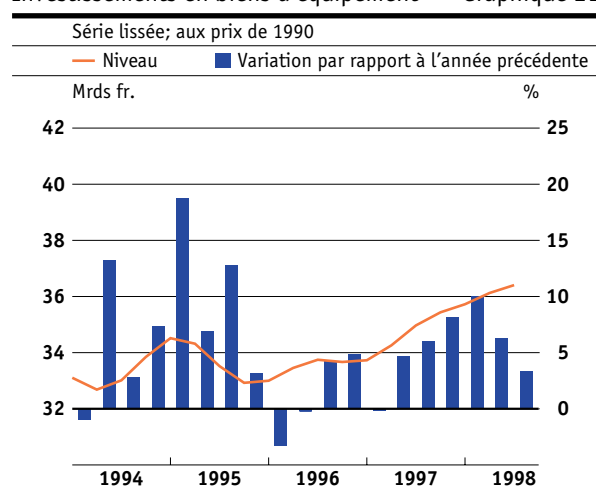
Affaiblissement de la croissance des investissements en biens d'équipement

Les investissements en biens d'équipement ont perdu de leur élan au troisième trimestre. En comparaison annuelle, ils ont progressé de 3,3%, contre 6,3% au deuxième trimestre. La croissance des importations de biens d'équipement a faibli légèrement. En revanche, les ventes de ces biens ont augmenté quelque peu en Suisse, selon la Société des constructeurs de machines; elles avaient reculé au deuxième trimestre. Les entrées de commandes domestiques que cette société a recensées ont toutefois diminué pour la première fois depuis le milieu de 1997. Il devrait en résulter un nouveau tassement de la croissance des investissements en biens d'équipement.

Investissements en constructions Graphique 20



Investissements en biens d'équipement Graphique 21



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

3.4 Consommation

Croissance toujours modérée de la consommation

Au troisième trimestre, les dépenses de consommation des ménages privés étaient supérieures de 2,1% à celles de la période correspondante de 1997. L'amélioration observée sur le marché du travail et la nette augmentation des revenus nets disponibles ont joué un rôle dans cette évolution, mais aussi dans celle de l'indice du climat de consommation. En juillet, cet indice a atteint le niveau le plus élevé depuis huit ans et, partant, s'est inscrit pour la première fois dans la zone positive.

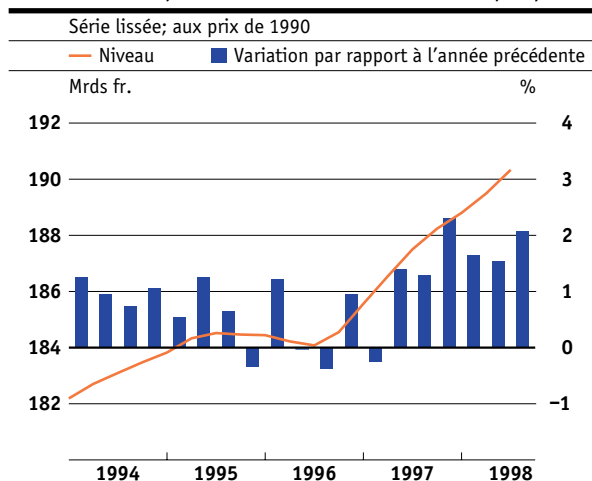
Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont continué à croître en termes réels au troisième trimestre. Ils ont augmenté de 1,8% en comparaison annuelle; une progression de 1% avait été enregistrée au premier semestre. Les ventes de biens de consommation courants ont stagné, alors que celles d'habillement et de textiles, mais surtout de biens de consommation durables, se sont accrues fortement. Les ventes de voitures particulières ont progressé de 4,3%. Le nombre des nuitées de la clientèle suisse a marqué une augmentation semblable à celle du deuxième trimestre, soit 3,5%.

Légère détérioration du climat de consommation

Les turbulences qui ont secoué l'économie mondiale ont engendré au troisième trimestre une légère détérioration du climat de consommation. Son indice, établi par l'Office fédéral du développement économique et de l'emploi (OFDE), est toutefois resté dans la zone positive. Les ménages portent une appréciation nettement moins optimiste sur la situation économique; pour ce qui est de leur situation financière, ils ne l'estiment que légèrement meilleure à celle de juillet. Tant l'évolution future de l'économie que la sûreté de l'emploi font l'objet de jugements plus prudents que lors de l'enquête de juillet.

La consommation privée devrait cependant demeurer bien orientée au cours des prochains mois. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le commerce de détail s'attend à une nouvelle amélioration des affaires et à un accroissement des commandes.

Consommation privée Graphique 22



Estimations trimestrielles, annualisées.
Source: OFDE

4. Marché du travail

4.1 Emploi

La progression de l'emploi, qui s'était amorcée en été 1997, a marqué le pas au troisième trimestre. Tant l'emploi à plein temps que l'emploi à temps partiel n'ont augmenté que légèrement d'un trimestre à l'autre. Au total, le nombre des personnes occupées a crû de 1,4% en comparaison annuelle. Les personnes occupées à plein temps et celles qui travaillent entre 50 et 90% ont vu leurs effectifs progresser de respectivement 1% et 5,3%. Quant au nombre de personnes avec un taux d'occupation inférieur à 50%, il a diminué quelque peu.

L'emploi a stagné dans le secteur des services comme dans l'industrie manufacturière. Dans la construction en revanche, il a continué à augmenter, mais à un rythme moins soutenu. Dans les services, l'emploi a progressé de 1,6% en comparaison annuelle, et dans l'industrie, de 0,4%. La croissance la plus forte a été observée dans la construction, puisqu'elle a atteint 2,8%. Ainsi, pour la première fois depuis 1994, l'emploi s'est inscrit nettement au-dessus de son niveau de la période correspondante de l'année précédente.

Indice Manpower toujours en hausse

Les autres indicateurs ont évolué inégalement au troisième trimestre. L'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi, a continué à progresser sensiblement. Il s'est établi au-dessus du niveau qu'il avait atteint lors de la légère phase de reprise de 1994/1995. Par contre, le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a stagné à 13 700 en données corrigées des variations saisonnières.

Perspectives d'emploi légèrement moins bonnes dans l'industrie

Selon l'enquête trimestrielle que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ mène dans l'industrie, le nombre d'entreprises qui estiment que l'effectif de leur personnel est trop élevé a augmenté pour la première fois depuis plusieurs trimestres. Il s'agissait non seulement d'entreprises à vocation exportatrice, mais aussi d'entreprises axées sur le marché intérieur. Parmi les quelques branches qui considèrent leur effectif du personnel comme étant trop restreint, on compte les industries métallurgique, du papier, du textile, de la terre et de la pierre ainsi que du caoutchouc et du plastique. Pour la première fois depuis sept trimestres, le nombre des heures supplémentaires effectuées a diminué dans l'industrie. Un élément positif a émané du secteur des services qui, selon l'enquête menée par l'Office fédéral de la statistique, juge les perspectives meilleures en matière d'emploi.

Marché du travail données brutes

Tableau 9

	1996	1997	1997		1998				
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	octobre	novembre
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	-0,3	-1,6	-1,4	-1,1	0,8	1,6	1,4	-	-
Personnes occupées à plein temps ¹	-1,0	-1,8	-1,6	-1,3	0,3	0,8	1,0	-	-
Taux de chômage ^{2,3}	4,7	5,2	5,0	4,9	4,8	3,9	3,4	3,2	3,3
Chômeurs ³	168,6	188,3	180,2	176,7	174,9	142,3	121,9	115,5	118,6
Demandeurs d'emploi ³	206,7	244,7	240,9	243,8	244,0	221,7	203,8	198,0	200,2
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	13,1	6,6	2,2	3,0	5,6	2,8	1,2	2,5	-
Places vacantes annoncées ³	5,6	9,4	10,4	9,5	12,1	15,0	14,0	12,1	12,5

1 Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

Sources: OFDE et OFS

4.2 Chômage

Nouveau repli du chômage

Le recul du chômage a continué au troisième trimestre, mais à un rythme légèrement ralenti. Le nombre des personnes au chômage depuis moins de six mois n'a diminué que faiblement. En revanche, le chômage de longue durée a encore fléchi nettement. En septembre, 47,2% des chômeurs étaient sans emploi depuis moins de six mois, 21,4%, depuis sept à douze mois, et 31,5%, depuis plus d'un an.

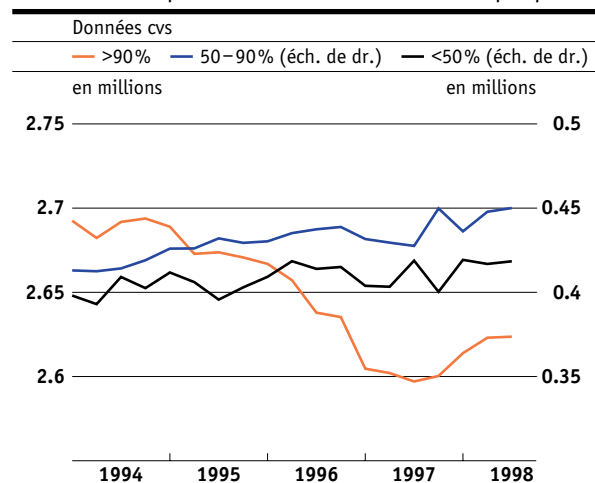
Le nombre des chômeurs a diminué de 15 100 de juin à octobre pour s'inscrire à 121 700 en données corrigées des variations saisonnières. Ainsi, le taux de chômage a passé de 3,8% à 3,4%. L'effectif des demandeurs d'emploi a fléchi de 16 100, soit à un rythme légèrement plus rapide que celui des chômeurs recensés. Le repli du chômage qui s'explique par des mesures de soutien actif au marché du travail a donc encore perdu de son importance. Le nombre des chômeurs qui sont en fin de droit et ne figurent plus dans les statistiques des offices du travail est resté élevé.

Le chômage s'est replié approximativement dans la même mesure qu'au premier semestre en Suisse alémanique et au Tessin, alors qu'il a diminué un peu moins fortement en Suisse romande. En septembre, le taux de chômage était de 2,9% en Suisse alémanique, de 4,9% en Suisse romande et de 5,7% au Tessin.

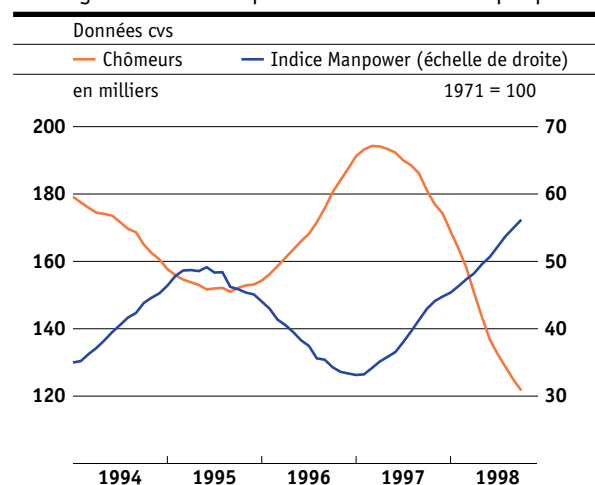
Chômage partiel en légère hausse

Après une stabilisation à un bas niveau au premier semestre, le nombre des personnes occupées selon un horaire de travail réduit a augmenté au troisième trimestre, passant de 2500 à 4200. Les heures perdues à la suite d'une réduction de l'horaire de travail ont toutefois continué à diminuer. La construction a une nouvelle fois été la branche la plus touchée par le chômage partiel, mais le nombre des heures perdues a fléchi de plus de moitié de mai à septembre.

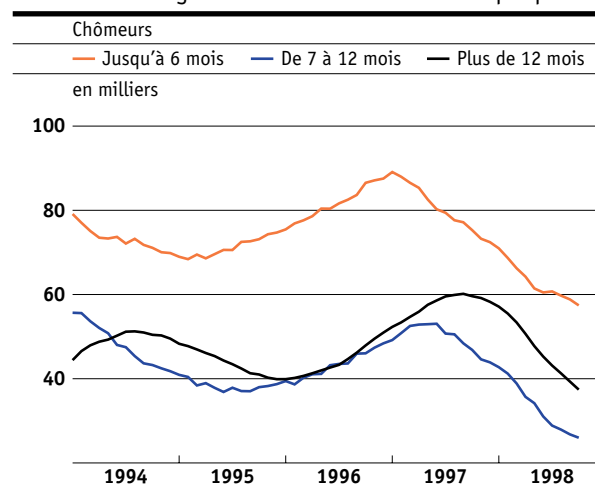
Personnes occupées Graphique 23



Chômage et offres d'emploi Graphique 24



Durée du chômage Graphique 25



Source pour graphiques 23 à 25:
OFS

5. Prix

5.1 Prix à la consommation

Renchérissement toujours à un très bas niveau

Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation s'est maintenu approximativement à son niveau de la période correspondante de 1997. Le renchérissement s'inscrivait à 0,1%, contre 0,1% également au deuxième trimestre et 0% au premier. Les prix des marchandises suisses ont augmenté de 0,4% en un an (deuxième trimestre: 0,2%). Cette accélération a toutefois été compensée par une baisse plus forte des prix des marchandises étrangères (-0,7). En sensible repli, les prix du pétrole ont joué un rôle important à cet égard. Abstraction faite des produits pétroliers, le renchérissement était de 0,4% au troisième trimestre.

Après être restés presque stables au premier semestre de 1998, les prix des services se sont accrus en un an de 0,4% au troisième trimestre. Dans les services du secteur privé, le renchérissement s'est accéléré depuis le mois de mai; il atteignait 0,5% au troisième trimestre. Dans les services du secteur public, les prix ont, pour la première fois depuis plus d'un an, enregistré une hausse (0,1%) par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Jusqu'en juillet, ils s'étaient inscrits en repli grâce surtout à la forte diminution des prix des télécommunications. L'accélération du renchérissement dans les

services a fait nettement sentir ses effets dans quelques groupes principaux de l'indice. Ainsi, du deuxième au troisième trimestre, la hausse des prix a passé de 0,3% à 0,6% dans le domaine de la santé et de 0,6% à 1,1% dans celui des autres biens et services. Les forfaits de voyages et la restauration notamment ont contribué à cette augmentation.

Faible renchérissement en octobre et en novembre

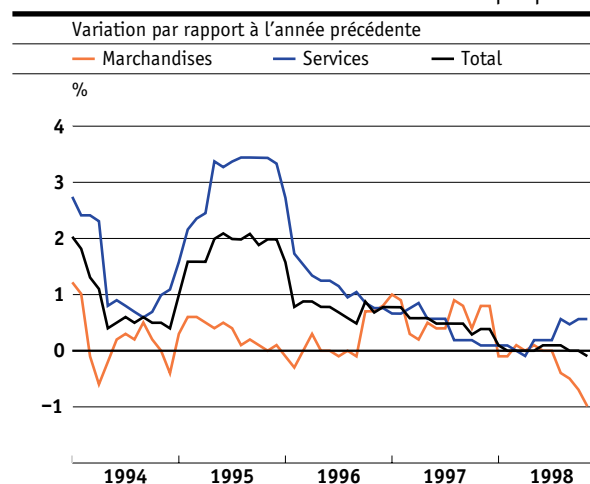
En comparaison annuelle, les prix à la consommation sont restés stables en octobre, puis ont diminué de 0,1% en novembre. Les marchandises suisses ont renchéri de 0,4% en octobre et de 0,3% en novembre, soit environ dans la même mesure que les mois précédents, alors que les prix des marchandises importées ont baissé un peu plus fortement (-1% et -1,4%). Les prix des services ont augmenté de 0,6% en octobre et de 0,5% en novembre, mais ceux des marchandises ont fléchi de 0,7%, puis de 0,1% en un an.

5.2 Prix de l'offre totale

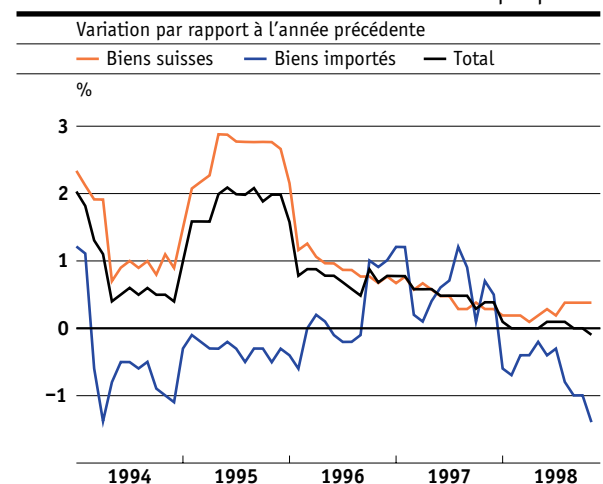
Accélération de la baisse des prix à l'importation...

Au troisième trimestre, l'indice des prix de l'offre totale s'inscrivait 1,9% au-dessous du niveau observé un an auparavant (deuxième trimestre: -1,1%). Les prix à l'importation ont diminué en un an

Prix à la consommation Graphique 26



Prix à la consommation Graphique 27



Source pour graphiques 26 et 27:
OFS

de 3%, contre 1,4% au deuxième trimestre. Dans presque toutes les catégories de biens, la baisse des prix s'est accélérée d'un trimestre à l'autre. Les prix des matières premières ont enregistré une nouvelle fois le plus fort repli (-11,7%) du fait surtout du pétrole. Ceux des produits semi-finis importés ont diminué de 3,1%, le fléchissement étant particulièrement sensible pour les produits métallurgiques. Les biens de consommation – avec une pondération de plus de 35%, ils constituent le plus important groupe de l'indice des prix à l'importation – ont vu leurs prix baisser de 1,8%, soit plus fortement qu'au premier semestre. Du côté des biens d'équipement, la diminution des prix (-1,2%) a toutefois marqué un ralentissement; si les ordinateurs ont été une fois encore plus avantageux, les prix des machines et des véhicules sont restés inchangés.

...et des prix à la production

L'indice des prix à la production suit dans l'ensemble la tendance de l'indice des prix à l'importation, mais l'amplitude de ses fluctuations est moindre. Son repli s'est lui aussi accéléré, passant à 1,4% au troisième trimestre. D'un trimestre à l'autre, la baisse est restée inchangée pour les biens destinés à l'exportation, alors qu'elle a été plus forte pour les biens destinés au marché intérieur. Une répartition selon le genre de biens montre que les prix des matières premières sont ceux qui ont enregistré la baisse la plus sensible (-5%). Les prix des produits semi-finis – ce groupe, avec 56%, est le plus important de

l'indice des prix à la production – ont régressé de 2%. De fortes baisses ont été observées notamment dans les produits chimiques ainsi que dans le papier et les imprimés. Par contre, les prix des biens d'équipement ont augmenté légèrement.

En octobre, les prix de l'offre globale ont continué à se replier. Par rapport au mois correspondant de 1997, les prix à l'importation ont diminué de 4,6%, et les prix à la production, de 1,7%.

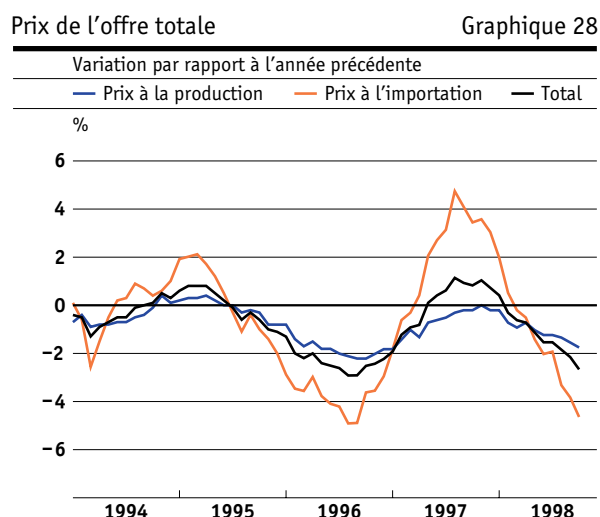
5.3 Perspectives en matière de renchérissement

Influences internationales

Les marchandises et services importés entrent pour 25% dans la composition de l'indice des prix à la consommation. L'évolution des prix à l'étranger, celle des cours de change et l'incorporation des variations de ces cours dans les prix en francs suisses jouent donc des rôles importants dans le renchérissement. Comparées aux prévisions faites le printemps dernier, les perspectives de croissance se sont quelque peu dégradées pour l'économie mondiale. Les prix des matières premières resteront par conséquent soumis à des pressions à la baisse. Pour la même raison, les importations de produits semi-finis ainsi que de biens d'équipement et de consommation devraient voir leurs prix diminuer encore dans les prochains mois. En outre, si le cours réel du franc, pondéré par les exportations, reste en 1999 approximativement à son niveau du mois d'octobre 1998, il en résultera une légère revalorisation d'une année à l'autre. Un effet modérateur en découlera sur les prix des biens importés.

Evolution relative de l'offre et de la demande

Lorsque la demande globale dépasse le potentiel de production, les prix augmentent à moyen terme. Des indicateurs tels le taux de chômage, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie ou l'écart entre la production observée et son niveau potentiel fournissent de précieuses informations sur les niveaux relatifs de l'offre et de la demande et, partant, sur les pressions inflationnistes. Ces indicateurs reflètent nettement la reprise de la conjoncture, mais montrent aussi que, du côté de l'offre, l'économie suisse dispose toujours de capacités non utilisées. Bien que le taux de chômage, en données corrigées des variations saisonnières, ait reculé constamment du fait de la reprise économique, il s'élève encore à plus de 3%. Ainsi, le marché



Source: OFS

du travail ne contribuera vraisemblablement pas à attiser l'inflation l'année prochaine. Dans plusieurs branches, des hausses réelles de salaire sont prévues pour 1999; ces hausses correspondent en grande partie à des améliorations de la productivité et ne devraient donc généralement pas être répercutées sur les prix. Selon les prévisions, la croissance réelle de l'économie en 1999 ne dépassera pas la tendance à long terme. Comme la production restera en deçà de son potentiel, le danger d'une nette accélération du renchérissement, due à la conjoncture, sera faible. Il ne faut toutefois pas perdre de vue le fait que les tensions pourront varier d'une branche à l'autre. Ainsi, une marge encore substantielle demeure dans la construction et sur le marché immobilier. Par contre, la demande s'est déjà nettement redressée dans les services privés (sans les loyers), de sorte que de nouveaux relèvements de prix peuvent être attendus dans ce domaine.

Facteurs spéciaux

Des facteurs spéciaux influent souvent sur le renchérissement. En 1999, le relèvement d'un point de la TVA devrait entraîner une accélération temporaire d'environ 0,5 point du renchérissement. En revanche, des effets modérateurs sur les prix découleront notamment de la poursuite de la libéralisation dans le domaine des télécommunications. Au total, la Banque nationale table pour 1999 sur une augmentation de 1% de l'indice des prix à la consommation, la moitié de cette hausse revenant à l'adaptation de la TVA.

Seigneuriage et bénéfice de la banque centrale

Ernst Baltensperger* et Thomas J. Jordan**

* Professeur ordinaire d'économie politique à l'Université de Berne

** Conseiller scientifique, Direction des études économiques,
Banque nationale suisse

Depuis que l'on bat monnaie, le droit de frappe peut – c'est bien connu – générer des recettes. A l'époque de la monnaie métallique, elles provenaient soit des droits que le monnayeur pouvait exiger pour la transformation du métal en pièces, soit de la différence entre la valeur du métal et le pouvoir d'achat de celui-ci après la frappe.¹ Au moyen âge, le droit de battre monnaie n'appartenait qu'à certains seigneurs et souverains et était généralement octroyé par l'empereur, le roi ou le pape. Le mot *seigneurage*, qui désigne le bénéfice tiré de la frappe des monnaies, vient de seigneur, celui à qui ce droit était dévolu. Ce droit a été transféré au pouvoir central au moment de la constitution des Etats nationaux en Europe, ce qui a mis fin un peu partout au chaos résultant de la circulation de diverses monnaies et permis à l'Etat central de revendiquer le bénéfice tiré de la création de monnaie.

Dans un système de monnaie purement métallique, les recettes tirées du droit de frappe se limitent aux taxes perçues à l'exercice de ce dernier ou, lors de la frappe de monnaies divisionnaires de valeur inférieure, à la différence entre la valeur du métal et la valeur nominale. L'introduction des billets de banque a offert la possibilité de ne couvrir qu'en partie les coupures en circulation par du métal (généralement or ou argent), de sorte que la banque émettrice a pu utiliser la partie non couverte de ses billets pour des placements productifs d'intérêts et réaliser ainsi un bénéfice supérieur à celui provenant de la simple création de monnaie. La possibilité de réaliser un bénéfice par l'émission de billets de banque a été une des raisons du transfert au fil du temps de ce droit d'émission à l'Etat central. De nos jours, le droit exclusif d'émettre des billets de banque est délégué dans la plupart des Etats à la banque centrale. L'émancipation de l'émission monétaire du devoir de couverture métallique a permis aux banques centrales d'émettre toute la monnaie désirée en acquérant des actifs rémunérés en contrepartie, et de faire ainsi varier à discrétion la masse monétaire nominale.² Dans ce système de monnaie fiduciaire, la valeur de l'argent repose de manière décisive sur la confiance du public dans la capacité de la banque centrale à maintenir un lien étroit entre masse monétaire et pouvoir économique du pays, et à ne créer de la monnaie que contre l'échange de titres et de placements réels de première qualité. Les recettes tirées du monopole d'émission des billets se composent alors du produit des intérêts des actifs acquis lors de la création de monnaie et des revenus résultant de la croissance en volume de cette dernière.

1 Voir Johnson (1969).

2 La sélection des actifs que la banque centrale peut détenir est habituellement régie par la loi.

Cette évolution oblige à tenir davantage compte des recettes tirées du droit de création monétaire que ce n'était le cas à l'époque de la monnaie purement métallique. La notion de *seigneurage* a été transposée dans la littérature économique du système de monnaie métallique à celui de papier-monnaie: elle englobe aujourd'hui toutes les recettes résultant directement de l'offre monopolistique de monnaie centrale.

Bien que l'économie politique sache depuis longtemps que le droit de battre monnaie génère des recettes, le grand public ignore le plus souvent la genèse de celles-ci.³ Cet article vise donc à mettre en évidence les sources du seigneurage dans une économie qui utilise le papier-monnaie comme moyen d'échange. Les auteurs font en l'occurrence une distinction claire entre le bénéfice de la banque centrale et le seigneurage proprement dit. Cet article a de plus pour objectif d'examiner les effets économiques qu'entraîne la distribution du bénéfice de la banque centrale au profit du gouvernement.

L'article se subdivise comme suit. La mesure adéquate du seigneurage est analysée dans le chapitre 1. Le chapitre 2 traite des différences entre bénéfice de banque centrale et seigneurage. Le chapitre 3 est consacré à une discussion sur le niveau optimal de seigneurage. Le chapitre 4 examine différentes questions soulevées par le transfert du bénéfice de la banque centrale au gouvernement. Les risques économiques d'une telle distribution sont analysés dans le chapitre 5. Enfin, le chapitre 6 tire quelques conclusions.

3 La littérature économique a même prétendu à maintes reprises que le monopole des billets ne permettait pas de réaliser stricto sensu un bénéfice réel; voir par exemple Van Suntum (1982).

1. Seigneuriage

Le bénéfice de la banque centrale est souvent assimilé au seigneuriage. Cela n'est vrai que dans des cas bien spécifiques. Généralement, seigneuriage et bénéfice de banque centrale diffèrent l'un de l'autre. Traitons d'abord du seigneuriage, que l'on définit comme le revenu périodique résultant du monopole de l'émission de billets. Une banque centrale réalise un seigneuriage lorsque l'Etat lui attribue le monopole de l'émission de moyens de paiement légaux (billets de banque).⁴ Ce monopole revêt de l'importance du fait que les banques commerciales et le reste du secteur privé sont tributaires de moyens de paiement légaux, et donc de monnaie de banque centrale, pour exécuter leurs transactions et assurer leur liquidité.⁵ Le niveau de la demande de monnaie centrale dépend étroitement du développement technique des opérations de paiement et des dispositions légales.⁶

Discuter du seigneuriage c'est d'abord poser la question de sa mesure. Deux manières différentes de le déterminer ont été proposées dans la littérature économique. Le *concept de seigneuriage monétaire* le mesure comme le produit du taux de croissance de la masse monétaire nominale μ et de la monnaie centrale m exprimée en proportion du produit national.⁷ Le *concept de coût d'opportunité du seigneuriage* l'évalue comme le produit du taux d'intérêt nominal et de la monnaie centrale m .⁸ Précisons que pour l'analyse du secteur public, il convient de définir les variables de flux et d'état en proportion du produit national nominal, car une grande partie des recettes et des dépenses nominales de l'Etat est déterminée par la croissance réelle et par l'inflation. Etant donné que la banque centrale est une composante du secteur public et qu'une grande partie du seigneuriage provient de la croissance réelle de l'économie ainsi que de l'inflation, il semble également plus judicieux, à des fins d'analyse, de définir les grandeurs de flux et d'état en valeurs relatives par rapport au produit national. Dans ce qui suit, les taux de croissance et les taux d'intérêt sont exprimés en pourcentage.

Pour bien comprendre les principes économiques relatifs à la notion de seigneuriage et pouvoir en donner une mesure correcte, nous considérons une économie simple en situation d'équilibre. L'économie croît en termes réels au taux n . Le taux d'intérêt réel r est constant et la banque centrale maintient inchangé le taux d'inflation π , de sorte que le taux d'intérêt nominal $i = r + \pi$ est également constant. Nous partons de l'hypothèse que la mon-

naie centrale m est créée par l'achat d'obligations de l'Etat productives d'intérêts et que l'élasticité de la demande de monnaie par rapport au revenu national est de un, de sorte que la monnaie de banque centrale reste constante par rapport au produit national. La banque centrale n'accumule pas plus d'actifs qu'il n'est nécessaire pour maintenir constante la valeur de ces derniers par rapport au produit national.

L'équation du bilan de la banque centrale correspond dans ce cas à

$$(1) \quad a = m.$$

L'actif se compose des obligations d'Etat productives d'intérêts a . Le passif englobe la monnaie de banque centrale m . La monnaie centrale m représente un engagement de la banque centrale envers le secteur privé. Etant donné que la banque centrale ne rémunère pas ses engagements, la monnaie de banque centrale constitue un crédit non productif d'intérêts du secteur privé envers la banque centrale.

D'un point de vue économique, le monopole d'émission permet à la banque centrale de percevoir des revenus de deux façons: d'abord, elle peut accroître chaque année la monnaie centrale de μm sans que son engagement envers le secteur privé n'augmente par rapport au produit national; μm est le volume de monnaie nouvellement créé qui correspond à la croissance nominale du produit national. Elle perçoit ensuite des intérêts sur ses actifs à hauteur de ia . Pour maintenir année après année un rapport constant entre les actifs et le produit national, la banque centrale doit investir chaque année le montant $(\pi + n)a$ dans l'achat d'actifs productifs d'intérêts. La part du produit des intérêts devant servir à maintenir constant le niveau relatifs des actifs productifs d'intérêts ne représente pas économiquement parlant un revenu. Le produit des intérêts proprement dit s'élève donc à $(i - \pi - n)a$.⁹ Le seigneuriage s correspond à la somme des deux revenus

$$(2) \quad s = \mu m + (i - \pi - n)a.$$

4 Nous considérons ici le seigneuriage exercé par l'Etat et la banque centrale. Si des banques commerciales disposent d'un certain pouvoir monopolistique dans la création d'avoirs à vue (en raison notamment d'un cartel), elles peuvent également réaliser un seigneuriage lors de la création de monnaie scripturale (avoirs à vue). Comparer à ce sujet Baltensperger et Jordan (1997b).

5 La monnaie centrale se compose des billets de banque et des avoirs en comptes de virements des banques à la banque centrale. Ces dernières peuvent en tout temps échanger leurs avoirs en

compte de virement contre des billets de banque, et vice-versa.

6 Comparer à ce sujet Bischof et Heller (1998) ainsi que Groeneveld et Visser (1997).

7 Voir par exemple Klein et Neumann (1990).

8 Voir par exemple Phelps (1973), Auernheimer (1974), Marty (1978) et Barro (1982).

9 Dans une économie en expansion, le taux d'intérêt déterminant sur le plan économique est $i - \pi - n$, qui se rapporte aussi bien à son endettement qu'à ses actifs.

Si la monnaie de banque centrale m évolue dans un rapport constant avec le produit national, le taux de croissance de la masse monétaire nominale μ doit correspondre à la somme de l'inflation π et du taux de croissance réel de l'économie n . Le seignuriage s total est de ce fait

$$(3) \quad s = (\pi + n)m + (i - \pi - n)m = im.$$

Dans la situation d'équilibre considérée ici, le concept de coûts d'opportunité comprend le seignuriage total. Par contre, le concept monétaire sous-évalue le seignuriage tant que le taux d'intérêt nominal est plus élevé que $\pi + n$, ce qui est le cas à l'équilibre d'une économie dynamiquement efficiente, qui ne souffre donc pas de surcapitalisation.^{10,11} Le seignuriage correspond ainsi aux coûts d'opportunité de la banque centrale dans le cas où celle-ci devrait échanger la monnaie centrale contre un crédit productif d'intérêts.

Drazen (1985) a été le premier à indiquer que le seignuriage total correspond aux flux constant de revenus tirés de deux sources différentes.¹² La première source produit un revenu de seignuriage de μm , soit l'expansion nominale de la monnaie de banque centrale. C'est le prix que paie chaque année le secteur privé pour disposer de façon continue d'un volume de monnaie de banque centrale constant par rapport au produit national. La seconde source de seignuriage correspond au revenu net tiré des actifs producteurs d'intérêts de la banque centrale, et cela pour un montant de $(i - \pi - n)a$. Ce revenu provient des crédits non rémunérés accordés à la banque centrale par le secteur privé; le taux d'intérêt économiquement approprié s'élevant à $i - \pi - n$. Drazen (1985) a appelé *source d'imposition* la première source et *source de monopole* la seconde. Il est toutefois important de noter que les deux sources reposent sur le monopole de la banque centrale pour l'émission des billets et des réserves bancaires.

Le niveau du seignuriage total dépend du taux d'intérêt nominal i et de la demande de monnaie centrale m . Il convient donc de se demander quel taux d'intérêt est approprié pour mesurer le seignuriage. En règle générale, une banque centrale peut créer la totalité de la monnaie centrale par l'achat d'obligations de l'Etat, de sorte que ses actifs ne sont exposés à aucun risque d'insolvabilité ou de change. Pour le calcul du revenu provenant exclusivement du monopole d'émission, il est donc parfaitement justifié d'admettre une structure sans risque des actifs de la

banque centrale. Dans ce cas, les bénéfices et les pertes sur actifs de la banque centrale résultant de variations des taux d'intérêt sont compensés au sein du secteur public. Le taux d'intérêt des obligations d'Etat à long terme assorti d'une possibilité d'ajustement au fil du temps est par conséquent le taux adéquat pour déterminer l'ampleur du seignuriage.

Le taux d'intérêt nominal correspond à la somme du taux d'intérêt réel et de l'inflation. Mais comme la demande de monnaie centrale dépend négativement du taux d'intérêt nominal et par conséquent du taux d'inflation, la banque centrale ne peut pas augmenter le seignuriage à volonté. La monnaie de banque centrale m diminue lorsque l'inflation s'accroît, de sorte que le produit de i et m se réduit à partir d'un certain taux d'inflation si le renchérissement accélère. Le seignuriage im est donc soumis à un effet de «courbe de Laffer» typique.¹³ La demande de monnaie centrale n'est cependant pas uniquement déterminée par le taux d'inflation. Les progrès techniques accomplis dans les opérations de paiement (cartes de crédit, monnaie électronique, systèmes de compensation, etc.) peuvent également mener à une diminution de la demande de monnaie centrale.¹⁴ En outre, celle-ci est également déterminée par des facteurs légaux telles que les prescriptions sur les liquidités minimales des banques.¹⁵

10 On considère qu'une économie est dynamiquement efficiente aussi longtemps que le taux d'intérêt réel est plus élevé que le taux de croissance. La maximisation des possibilités de consommation requiert néan-

moins que le taux d'intérêt réel égale le taux de croissance, ce que postule la «règle d'or» de l'accumulation de capital. Voir à ce propos Phelps (1961).

11 Voir Baltensperger et Jordan (1997a) pour l'analyse d'une situation de déséquilibre.

12 Voir la discussion dans Baltensperger et Jordan (1997a).

13 Voir Baltensperger et Jordan (1997a) en ce qui concerne la discussion de la maximisation des revenus du seignuriage.

14 Comparer à ce sujet aussi Bischof et Heller (1998) ainsi que Groeneveld et Visser (1997).

15 Il est à noter qu'en ce qui concerne les pays dont la monnaie est utilisée dans le monde entier, comme par exemple les Etats-Unis, une grande part de la base monétaire se trouve à l'étranger. Dans ce cas, plus la demande étrangère en billets de banque domestiques est importante, plus sera importante la base monétaire par rapport au produit national, et plus le seignuriage sera élevé pour un taux d'inflation donné.

2. Bénéfice de banque centrale

Dans le chapitre précédent, nous avons signalé que le bénéfice d'une banque centrale ne coïncidait qu'à titre exceptionnel avec le seigneurage, c'est-à-dire avec le revenu tiré du seul monopole d'émission de billets. Ce chapitre traite de la différence entre le seigneurage et le bénéfice de banque centrale.¹⁶ Il existe notamment trois raisons qui expliquent une telle différence:

La première raison tient à la taille du bilan de la banque centrale. Généralement, la somme du bilan est supérieure au montant de monnaie de banque centrale émis.¹⁷ Celle-ci dispose de son propre capital que les propriétaires de la banque ont mis à sa disposition sous forme de capital social ou qu'elle a accumulé en ne distribuant pas tous ses bénéfices. L'équation du bilan de la banque centrale correspond dans ce cas à

$$(4) \quad a = m + c,$$

c étant le montant du capital social et du fonds de réserve de la banque centrale. Un élargissement de son capital accroît ses actifs et elle réalise un revenu supérieur à celui qu'elle aurait généré si elle n'avait disposé que du capital correspondant à la monnaie centrale.¹⁸

La deuxième explication de la divergence entre bénéfice de banque centrale et seigneurage est liée au genre d'actifs qu'un institut d'émission détient dans son portefeuille. Pour calculer le seigneurage, nous avons admis que la banque centrale n'avait en portefeuille que des obligations de l'Etat. En réalité, les banques centrales détiennent un portefeuille mixte englobant, outre les obligations de l'Etat, une grande part de devises et parfois de réserves d'or. Les banques centrales sont d'abord responsables de l'application d'une politique monétaire ciblée et du maintien de la confiance dans leur monnaie. C'est pourquoi elles doivent constituer un portefeuille leur permettant de remplir ces tâches. Par ailleurs, afin d'atteindre leurs objectifs de politique monétaire, il leur faut être capable d'effectuer leurs opérations de marché ouvert sur des marchés suffisamment liquides. Pour cette raison, les petites économies ouvertes détiennent une grosse partie de leur portefeuille sous forme de devises. Des réserves internationales

suffisantes (devises et or) aident également la banque centrale à maintenir la confiance dans sa monnaie.

Les revenus tirés de ce portefeuille mixte peuvent évidemment diverger de ceux des obligations de l'Etat. D'une part, pour des raisons de solvabilité et d'échéance, les rendements attendus peuvent être différents. D'autre part, certains placements comme l'or et les devises ne constituent pas des placements exempts de risques. La banque peut donc – selon l'évolution du taux de change et du prix de l'or – réaliser un bénéfice ou enregistrer une perte. Les divergences de rendements et de risques entre le portefeuille de la banque centrale et un portefeuille composé uniquement d'obligations de l'Etat expliquent l'écart entre le bénéfice de banque centrale et le seigneurage. Pondéré par la monnaie centrale, le bénéfice de l'institut d'émission peut donc, selon l'évolution du marché, être supérieur ou inférieur au seigneurage. Dans les deux cas, la différence entre bénéfice de banque centrale et seigneurage est un effet direct des contraintes que les exigences de politique monétaire exercent sur la structure des actifs de la banque centrale.¹⁹

La troisième raison d'une différence entre bénéfice et seigneurage tient aux coûts que doit supporter l'institut d'émission pour l'accomplissement de ses tâches. Comme les coûts résultant de la seule impression des billets sont relativement modestes, nonobstant les périodes d'hyper-inflation, il n'en est en général pas tenu compte dans le calcul du seigneurage. Par contre, toutes les charges de l'institut d'émission sont prises en considération pour déterminer le bénéfice de banque centrale. Outre les frais dus à l'impression des billets, la banque centrale doit supporter les coûts de l'organisation des opérations de paiement et des transferts en espèces, de l'application de la politique monétaire, et de la surveillance du secteur financier. Ces charges se traduisent par une diminution du bénéfice de banque centrale par rapport au seigneurage.

16 Voir aussi la discussion dans Klein et Neumann (1990).

17 Ce qui est particulièrement le cas de la Banque Nationale Suisse. En Suisse, la somme du bilan de la banque nationale est deux fois plus importante que la base monétaire. Dans d'autres Etats, le rapport est moins élevé. En Allemagne, par exemple, la somme du bilan n'excède pas la base monétaire de plus de 20%.

18 A l'inverse, en période d'augmentation des provisions, le bénéfice en sera diminué d'autant.

19 A ce propos, il est important d'ajouter que les actifs domestiques ne servent pas a priori de rendements plus élevés que les actifs étrangers.

3. Quel est le niveau optimal de seigneurage?

En dehors de la manière adéquate de calculer le seigneurage, la question du niveau optimal que celui-ci devrait atteindre a fait couler beaucoup d'encre dans la littérature économique. Trois théories ont en particulier nourri la discussion:

La première, dite *théorie de l'imposition optimale* («optimal taxation argument»), part de l'idée que le seigneurage constitue une imposition de la détention d'encaisses réelles et devrait donc être considéré de la même façon que n'importe quel autre mode d'imposition. Cette théorie, qui remonte aux travaux de Phelps (1973), postule que les coûts marginaux nationaux devraient être aussi élevés lors de l'imposition des encaisses réelles que pour tout autre type d'imposition.²⁰ Ces coûts marginaux dépendent de l'ampleur des distorsions économiques induites par l'impôt, des coûts de la levée de l'impôt, des possibilités de fraude fiscale et d'un certain nombre d'autres facteurs. Etant donné que le seigneurage varie en fonction du niveau de l'inflation, le taux de cette dernière doit être fixé, selon cette théorie, à un niveau où les coûts marginaux associés à une accélération de la hausse des prix coïncident avec ceux du relèvement de l'imposition des revenus. D'après cette théorie, il paraît donc judicieux, notamment dans les pays où l'économie souterraine est importante et l'imposition des revenus inefficace, de financer, via une plus forte inflation, les dépenses publiques par le seigneurage. Dans les pays où l'économie souterraine est relativement restreinte et qui sont dotés d'un système efficace d'imposition des revenus, l'imposition des encaisses réelles devrait, selon le même argument, être sensiblement inférieure. Néanmoins, le niveau optimal de seigneurage peut malgré tout y être positif.

La deuxième théorie, dite de la *masse monétaire optimale* («optimal quantity of money») a été introduite par Friedman (1969) dans la littérature.²¹ Elle part de l'idée que l'utilité marginale de la détention de monnaie est maximisée lorsque l'utilité marginale de la détention d'encaisses réelles correspond aux coûts marginaux de la production de monnaie. Comme les coûts marginaux de cette production sont pratiquement nuls, l'approvisionnement optimal de

l'économie en monnaie de banque centrale est réalisé lorsque les coûts de la détention de monnaie sont nuls et que les sujets économiques sont approvisionnés à satiété en monnaie centrale. Il en résulte que la détention de monnaie centrale est optimale lorsqu'elle n'occasionne plus de coûts d'opportunité. La monnaie de banque centrale doit dans ce cas rapporter le même revenu que les obligations d'Etat rémunérées. Il n'est pas possible, pour des questions pratiques, de verser des intérêts sur des billets de banque. C'est pourquoi Friedman se prononce en faveur d'une déflation à hauteur du taux d'intérêt réel ($\pi = -r$) qui rend l'intérêt nominal i nul dans l'économie. Dans ce cas, les revenus du seigneurage tombent à zéro, car la détention de monnaie centrale n'est plus soumise à imposition. La théorie de la masse monétaire optimale postule donc un seigneurage optimal égal à zéro.²²

La troisième théorie, dite de la *politique monétaire optimale*, suppose que les gains associés au seigneurage sont négligeables par rapport à l'utilité d'une politique monétaire optimale, du moins dans les pays développés.²³ D'après cette théorie, la banque centrale doit donc axer sa politique monétaire, en fonction de ses possibilités et des préférences socio-économiques du pays, sur la stabilité des prix et de la conjoncture ainsi que sur le maintien de la crédibilité de sa monnaie, et ne pas tenir compte du seigneurage. Elle doit déterminer en premier lieu la structure de ses actifs en fonction de sa politique monétaire. Dans la mesure seulement où une politique monétaire optimale le permet, la banque centrale, dans un deuxième temps, peut optimiser la performance de son portefeuille.

La littérature économique moderne met en évidence que le maintien de la stabilité des prix et le fait d'empêcher toute poussée inflationniste et déflationniste inutile constituent la contribution essentielle de la politique monétaire à un environnement économique optimal.²⁴ S'écarter de cette politique monétaire a des répercussions économiques sérieuses sous la forme d'un ralentissement de la croissance et d'une augmentation du chômage. C'est pourquoi les pays industriels développés devraient concentrer leur attention sur la conduite d'une politique monétaire optimale. Une optimisation du seigneurage doit être compatible avec les besoins de la politique monétaire.

20 Voir également à ce sujet Marty (1976) et Mankiw (1987)

21 Comparer à ce sujet aussi Niehans (1978) et Woodford (1990).

22 Voir aussi Baltensperger et Jordan (1997b).

23 Voir par exemple Lucas (1986) ainsi que Baltensperger et Jordan (1998).

24 Comparer par exemple Feldstein (1996) ainsi que Tödter et Ziebarth (1997).

4. Distribution du bénéfice de banque centrale

Trois questions sont fréquemment soulevées dans les discussions relatives à la distribution du bénéfice de la banque centrale au gouvernement. La première porte sur la réalité économique de ces bénéfices. On a prétendu à diverses reprises que le seigneurage ne constituait pas, stricto sensu, un revenu pour l'Etat ou la banque centrale et qu'il s'agit uniquement d'un pseudo-bénéfice.²⁵ L'analyse effectuée plus haut montre toutefois que le seigneurage représente un véritable revenu pour le secteur public. Par le seigneurage, ce dernier peut ainsi financer chaque année l'achat de biens à hauteur de im , sans que pour autant ses engagements envers le secteur privé n'augmentent. La banque centrale est ainsi en mesure de distribuer chaque année au gouvernement le montant im , déduction faite des coûts induits par l'exécution de ses tâches, sans que l'actif ni le passif de son bilan ne se modifient par rapport au produit national.

La deuxième question porte sur l'influence qu'exerce une distribution du bénéfice de l'institut d'émission sur la monnaie centrale et sur l'application de la politique monétaire. On a parfois prétendu qu'une distribution du bénéfice augmenterait obligatoirement la monnaie de banque centrale et accentuerait ainsi l'inflation. Ce n'est toutefois pas le cas. La distribution du bénéfice de banque centrale concerne d'abord l'actif, les fonds propres et le fonds de réserve de l'institut d'émission. Une partie des fonds propres accumulés durant l'année précédente est transmise au gouvernement par le biais d'une aliénation d'actifs. Même si la distribution s'effectue avec de la monnaie centrale, la banque centrale peut maintenir celle-ci constante par une opération sur le marché ouvert. C'est pourquoi le transfert du bénéfice de banque centrale au gouvernement ne compromet pas la politique monétaire.

La troisième question a trait aux conséquences économiques du transfert du bénéfice de la banque centrale au gouvernement. Il s'agit ici de l'analyse économique de l'incidence que ce transfert exerce sur la totalité de l'endettement du secteur public consolidé. Cela signifie que le gouvernement et la banque centrale doivent être envisagés comme une seule entité économique (en l'occurrence, la discussion dans le public de cette question souffre souvent du fait que le gouvernement et la banque centrale sont considérés indépendamment l'un de l'autre). Baltensperger et Jordan (1998) démontrent qu'en supposant un déficit primaire constant (déficit sans paiement d'intérêts), le transfert du bénéfice de la banque centrale au gouvernement n'a pas de signification économique, quel que soit son ampleur. Tant que le déficit primaire reste constant le montant du transfert de bénéfice n'influe pas sur l'endettement public consolidé et n'a donc pas non plus de conséquences économiques. La demande publique et le recours au marché des capitaux sont ainsi indépendants de l'ampleur du transfert de bénéfice. Cela reste le cas, que la banque centrale détienne en portefeuille des obligations de son propre Etat ou des placements étrangers.²⁶ Le volume de la distribution de bénéfice revêt cependant de l'importance dès que s'en trouvent affectés le déficit primaire ou la politique monétaire. Cette question fait l'objet du prochain chapitre.

25 Voir par exemple Van Suntum (1982).

26 La composition du portefeuille de la banque d'émission peut théoriquement avoir une influence sur les taux d'intérêt, tant que les obligations nationales et étrangères ne sont pas des produits entièrement substituables. Comme la monnaie de banque centrale ne représente toutefois qu'une petite partie du marché des crédits, ceci est sans importance en pratique.

5. Risques de politique économique résultant de la distribution du bénéfice de la banque centrale

Le public et la presse financière ont toujours fait preuve de la plus grande réserve dans la discussion portant sur le transfert du bénéfice de la banque centrale au gouvernement.²⁷ Ce scepticisme manifesté à l'égard d'une large distribution se justifie économiquement, et cela malgré le peu d'importance que la théorie attribue au montant du transfert (voir plus haut).

En réalité – et contrairement à l'hypothèse formulée au chapitre précédent – le transfert du bénéfice de la banque centrale influence le plus souvent le comportement des gouvernements. Et ceci pour deux raisons: d'abord, ces derniers peuvent être tentés, dans le cas d'un transfert généreux, de pousser les banques centrales à réaliser un bénéfice plus important encore, afin de disposer de revenus supérieurs. Les besoins budgétaires se soldent alors par une mauvaise politique monétaire donnant lieu à un taux d'inflation trop élevé. Ensuite, un transfert de bénéfice peut les inciter à des dépenses publiques supplémentaires. Un problème peut alors se poser si, par exemple, un changement d'évaluation des actifs de la banque centrale entraîne une augmentation exceptionnelle du bénéfice. L'accroissement des dépenses publiques induit par ces recettes à caractère unique ne se résorbe souvent plus et se traduit ultérieurement par un gonflement du déficit public et un alourdissement de la dette de l'Etat.

Le mode et l'ampleur du transfert du bénéfice de la banque centrale au gouvernement revêtent donc une grande importance économique, car ils influencent son attitude et donc la qualité des politiques monétaire et budgétaire. Le principal moyen de préserver la politique monétaire de toute ingérence intempestive des autorités budgétaires est

d'assurer l'indépendance de la banque centrale. Toutefois, le mode de transfert peut aussi largement y contribuer et préserver ainsi la politique budgétaire d'alourdir à long terme et de manière intolérable les dépenses publiques suite à un bénéfice exceptionnel de la banque centrale.

La distribution chaque année d'un montant constant au gouvernement constitue un mode économiquement judicieux de transfert du bénéfice. Ce montant peut être fixé pour une longue période et correspondre à la moyenne des bénéfices enregistrés lors d'une période de durée similaire précédant la décision.²⁸ Une telle solution présente deux avantages: elle assure un équilibre à long terme des bénéfices et des pertes résultant de changements d'évaluation des actifs ainsi que des différences de seigneurage dus à la variation des taux d'intérêt; de cette manière, il n'est plus possible d'engager des dépenses budgétaires permanentes sur la base des revenus d'une année exceptionnelle. D'autre part, les gouvernements sont moins tentés d'exercer une influence sur la politique monétaire pour financer leur déficit, car le bénéfice courant ne joue aucun rôle dans la distribution.

27 Ces réserves ont été clairement exprimées, entre autres, dans Brenner (1992) et Brenner (1996). Toutefois, certains se montrent favorables à une distribution des bénéfices de banque centrale au gouvernement, tel von Ungern-Sternberg (1996).

28 Cette période devrait être au minimum légèrement plus longue que la durée normale de fonctionnement d'un gouvernement, soit une législature. En Suisse, cette période devrait par conséquent durer un minimum de cinq ans.

6. Conclusions

Dans cet article, nous avons examiné de manière générale la mesure du seignuriage dans un système de papier-monnaie. Le seignuriage, qui résulte uniquement des recettes tirées du monopole de l'émission de monnaie centrale se distingue nettement du bénéfice de la banque centrale. Nous nous sommes penchés également sur les questions essentielles de politique économique suscitées par la distribution du bénéfice de banque centrale au gouvernement. Les conclusions de cet article sont les suivantes:

1. Aussi bien le seignuriage que le bénéfice de banque centrale constituent des recettes réelles revenant aux pouvoirs publics. Ces recettes proviennent, d'une part, des coûts que le secteur privé est prêt à payer pour disposer d'un montant donné d'encaisses réelles et, d'autre part, des revenus du capital (capital social et réserves) de la banque centrale.

2. Par rapport à l'utilité économique d'une politique monétaire axée sur la stabilité, le seignuriage ne représente qu'un assez faible montant. En outre, les innovations techniques réalisées dans les opérations de paiement tendent à le réduire. La question de l'optimisation du seignuriage ne doit par conséquent se poser – en termes de taux de croissance de la monnaie centrale et du genre d'actifs nécessaires – qu'une fois les besoins de la politique monétaire, qui doit être axée sur la stabilité, exactement définis

3. Le transfert du bénéfice de banque centrale au gouvernement doit être aménagé de manière à ne pas compromettre la principale tâche de l'institut d'émission – la conduite d'une politique monétaire optimale – et à ne pas inciter le gouvernement à engager des dépenses publiques supplémentaires permanentes à la suite d'un bénéfice exceptionnel. Pour être en mesure de mener à bien sa politique monétaire et de jouir de l'indépendance nécessaire, la banque centrale doit disposer d'une dotation en capital appropriée et pouvoir la renforcer en fonction des besoins de cette politique. Le transfert du bénéfice au gouvernement doit rester constant sur plusieurs années et ne pas être influencé par le bénéfice courant.

7. Bibliographie

Auernheimer, L. 1974. The honest government's guide to the revenue from the creation of money. *Journal of Political Economy* 82(3): 598–606.

Baltensperger, E. et T. J. Jordan. 1997a. Principles of seigniorage. *Swiss Journal of Economics and Statistics* 133(2): 133–151.

Baltensperger, E. et T. J. Jordan. 1997b. Seigniorage, banking, and the optimal quantity of money. *Journal of Banking and Finance* 21(6): 781–96.

Baltensperger, E. et T. J. Jordan. 1998. Seigniorage and the transfer of central bank profits to the government. *Kyklos* 51(1): 73–88.

Barro, R. J. 1982. Measuring the Fed's revenue from money creation. *Economics Letters* 10: 327–332.

Brenner, Beat 1992. Gefährliche Gelüste bei der Verteilung des Nationalbankgewinns. *Neue Zürcher Zeitung* 213(20): 31.

Brenner, Beat 1996. Drastischer Buchverlust der Nationalbank; Folgen der Dollarschwäche – gefährdete Ausschüttungen? *Neue Zürcher Zeitung* 217(2): 19.

Bischof, U. et D. Heller. 1998. Notenbanken in einer bargeldlosen Wirtschaft: Konsequenzen des Vordringens elektronischen Geldes. *Neue Zürcher Zeitung* 219(178): 21.

Drazen, A. 1985. A general measure of inflation tax revenues. *Economic Letters* 17: 327–330.

Feldstein, M. 1996. The costs and benefits of going from low inflation to price stability. Working Paper 5469, NBER.

Friedman, M. 1969. The optimum quantity of money. Dans: *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, 1–50. Chicago: Aldine Publishing Company.

Groeneveld, J. M. et A. Visser. 1997. Seigniorage, electronic money and financial independence of central banks. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 200: 69–88.

Johnson, H. G. 1969. A note on seigniorage and the social saving from substituting credit for commodity money. Dans: *Monetary Problems of the International Economy*, R. A. Mundell et A. Swoboda (eds.), 323–329. Chicago: University of Chicago Press.

Klein, M. et M. J. Neumann. 1990. Seigniorage: What is it and who gets it? *Weltwirtschaftliches Archiv* 126(2): 205–221.

Lucas, Jr, R. E. 1986. Principles of fiscal and monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 17: 117–134.

Mankiw, G. N. 1987. The optimal collection of seigniorage: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics* 20(2): 327–341.

Marty, A. L. 1976. A note on the welfare cost of money creation. *Journal of Monetary Economics* 2(1): 121–124.

Marty, A. L. 1978. Inflation, taxes, and the public debt. *Journal of Money, Credit, and Banking* 10(4): 437–452.

Niehans, J. 1978. *Theory of Money*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press.

Phelps, E. S. 1973. Inflation in the theory of public finance. *The Swedish Journal of Economics* 75(1): 67–82.

Phelps, E. S. 1961. The golden rule of accumulation: a fable for growthmen. *American Economic Review* 51: 638–643.

Tödter, K.-H. et G. Ziebarth. 1997. Preisstabilität oder geringe Inflation für Deutschland? Diskussionspapier 3/97, Deutsche Bundesbank.

Van Suntum, U. 1982. Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Zentralbankgewinnen. *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 1. Heft: 18–20.

Von Ungern-Sternberg, T. 1996. *The Swiss National Bank and seigniorage*. Working Paper 9601, DEEP, Université de Lausanne.

Woodford, M. 1990. The optimum quantity of money. Dans: *Handbook of Monetary Economics, Volume II*, B. Friedman et F. Hahn (eds.), 1068–1152. Amsterdam: Elsevier Science Publishers.

Les investissements directs en 1997

Les investissements directs suisses à l'étranger

Exportations de capitaux

Les exportations de capitaux des entreprises suisses en vue d'investissements directs à l'étranger ont atteint 24,3 milliards de francs en 1997. D'une année à l'autre, elles ont progressé d'un cinquième. Ainsi, la Suisse a suivi la tendance observée sur le plan international. Les exportations de capitaux pour des acquisitions et des augmentations de capital ont porté sur 14,3 milliards de francs, contre 13,1 milliards en 1996. Les bénéficiaires réinvestis dans les filiales à l'étranger se sont accrus de 30%, passant à 8,5 milliards de francs.

A l'exception du groupe «Produits alimentaires et autres industries», toutes les branches de l'industrie ont exporté davantage de capitaux qu'en 1996. Du fait avant tout d'acquisitions, les exportations de capitaux de la chimie se sont accrues de 6,4 milliards pour atteindre 8,5 milliards de francs, soit environ 35% de l'ensemble des sorties de capitaux au titre des investissements directs. Ainsi, la chimie est la branche qui, en 1997, a exporté le plus de capitaux. Il convient de relever que le financement de plusieurs acquisitions s'est étendu sur deux ans et qu'il influera également sur la statistique de 1998. Le flux de capitaux de la métallurgie et des machines a porté sur 2,6 milliards de francs, contre 0,8 milliard en 1996; il a triplé grâce principalement aux bénéficiaires réinvestis.

Après avoir atteint 11,4 milliards en 1996, soit un niveau extrêmement élevé, les exportations de capitaux du secteur tertiaire se sont inscrites à 8,2 milliards de francs. Ce montant reste toutefois nettement supérieur à la moyenne des cinq dernières années. D'une année à l'autre, les compagnies d'assurances ont investi sensiblement moins à l'étranger, leur flux passant de 7,6 milliards à 1,7 milliard de francs; en 1996, quelques grosses acquisitions avaient gonflé les exportations de capitaux de cette branche. Les sociétés financières et holdings ont approximativement doublé leurs sorties de capitaux pour des investissements directs. Elles viennent ainsi au deuxième rang, après la chimie. Le flux des banques s'est établi à 1,8 milliard de francs, soit à son niveau le plus élevé depuis 1989 (2,7 milliards). Les banques ont procédé avant tout à des acquisitions et à des augmentations de capital en Amérique du Nord, alors que leur flux vers les pays de l'UE était constitué en majorité de bénéficiaires maintenus dans les filiales.

Les exportations de capitaux vers l'UE ont atteint près de 13 milliards de francs, soit autant qu'en 1996. Tant l'Allemagne que le Royaume-Uni ont bénéficié d'un flux d'environ 4 milliards de francs. En 1997, les entreprises suisses n'ont presque pas investi en France. Des capitaux ont même été rapatriés pour environ 0,6 milliard de francs de Belgique et pour 0,9 milliard du Luxembourg. En revanche, le flux de capitaux vers les Etats-Unis a porté sur un montant record à la suite de nombreuses acquisitions dans ce pays; il a passé de 3,4 milliards en 1996 à près de 8 milliards de francs l'année suivante.

Le flux vers les pays en développement a nettement progressé, passant de 1,1 milliard en 1996 à 1,7 milliard en 1997. Par contre, les exportations de capitaux vers les pays nouvellement industrialisés ont diminué de moitié pour s'inscrire à 0,7 milliard de francs. Les entreprises suisses ont ainsi moins investi qu'en 1996 dans les pays d'Asie de l'Est, pays secoués par une crise financière. Elles ont même rapatrié des capitaux investis au Japon et en Corée du Sud.

Volume des capitaux d'investissement direct

En 1997, le volume des capitaux d'investissement direct à l'étranger a augmenté de 22% pour atteindre 232 milliards de francs. Son accroissement s'explique par des exportations élevées de capitaux, mais aussi par l'évolution des cours de change.

A fin 1997, un quart du volume était détenu aux Etats-Unis, le principal pays d'accueil pour les investissements directs suisses. La moitié des capitaux d'investissement direct était investie dans les quinze pays membres de l'UE. Pour ce qui a trait à cette zone, le Royaume-Uni venait en tête, avant l'Allemagne, les Pays-Bas et la France. L'Asie avait une part d'environ 5%. A l'exception du Japon, des Philippines, de l'Indonésie et de la Thaïlande, les pays asiatiques ont eux aussi enregistré une progression des capitaux d'investissement direct.

Le volume des capitaux d'investissement direct du tertiaire s'est accru de 28 milliards, passant à 131 milliards à fin 1997. Les banques et les compagnies d'assurances ont enregistré les plus fortes expansions. Les données recueillies pour cette statistique reposent sur des valeurs comptables. Plusieurs banques et compagnies d'assurances ont modifié leurs principes comptables et adopté des normes internationales (IAS, US GAAP). Ces changements ont entraîné une revalorisation sensible de leurs capitaux d'investissement direct à l'étranger. Par contre, des diminutions ont été observées pour les groupes «Transports et communications» et «Autres services».

En 1997, les capitaux d'investissement direct des entreprises industrielles ont progressé de 14 milliards pour s'établir à 101 milliards de francs. A l'exception du textile et de l'habillement, toutes les branches ont renforcé le volume de leurs investissements directs à l'étranger.

Effectif du personnel

A fin 1997, les entreprises suisses occupaient 1,59 million de personnes à l'étranger, soit 130 000 de plus qu'un an auparavant. Leur personnel s'est accru de 46 000 unités en Allemagne, de 23 000 aux Etats-Unis et de 11 000 en Italie. Les années précédentes, elles avaient réduit leurs effectifs dans ces pays. En 1997, des progressions ont été également enregistrées dans les pays en développement (+22 000) ainsi que dans les pays d'Europe centrale et orientale (+8000). Pour ce qui a trait au personnel, les Etats-Unis venaient en tête du classement, avant l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni et le Brésil. Dans les pays en développement, les entreprises suisses avaient des effectifs élevés avant tout en République populaire de Chine, en Inde et en Indonésie.

Le personnel a augmenté de 87 000 unités dans le groupe «Sociétés financières et holding». Ce chiffre représente les deux tiers de la progression totale. Les effectifs se sont accrus nettement plus dans le tertiaire que dans l'industrie. A la suite principalement d'acquisitions, la chimie occupait 28 000 personnes de plus qu'à fin 1996.

Les investissements directs étrangers en Suisse

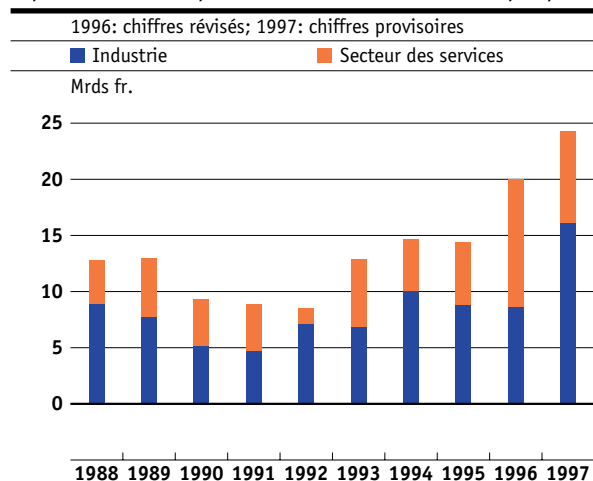
Importations de capitaux

Les importations de capitaux en vue d'investissements directs ont sensiblement augmenté, passant de 3,8 milliards en 1996 à 7,2 milliards de francs en 1997. Les flux affectés à des acquisitions, à des créations d'entreprises et à des augmentations de capital ont marqué une forte hausse pour s'inscrire à 3,7 milliards de francs.

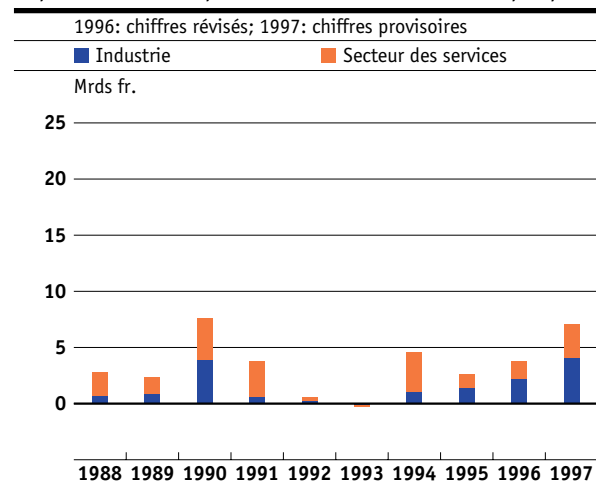
Les capitaux importés des pays de l'UE ont atteint 5,9 milliards de francs, contre 2,2 milliards en 1996. Les entreprises allemandes ont investi 2,6 milliards de francs, et celles du Luxembourg, 1,6 milliard. Par contre, les Etats-Unis ont réduit quelque peu leur flux de capitaux vers la Suisse, et les banques japonaises ont, à la suite de la crise financière, retiré des fonds de leurs filiales en Suisse.

Les importations de capitaux en vue d'investissements directs dans le secteur industriel ne cessent d'augmenter depuis quatre ans. Après avoir encore rapatrié des capitaux en 1993, les entreprises étrangères ont procédé à des investissements dans ce secteur pour le montant record de 4,1 milliards de francs en 1997. Ces fonds ont été investis presque exclusivement dans la chimie (2,4 milliards de francs) et dans la métallurgie (1,5 milliard).

Exportations de capitaux Graphique 1



Importations de capitaux Graphique 2



Les importations de capitaux des entreprises financières et holdings se sont fortement accrues en 1997 pour s'inscrire à 1,9 milliard de francs. Les entreprises financières et holdings d'Amérique du Nord ont rapatrié des fonds pour 0,3 milliard de francs, alors qu'elles avaient investi 1,1 milliard en 1996; celles des pays de l'UE ont investi 2 milliards en 1997, après avoir procédé à des désinvestissements pour 1,1 milliard. D'une année à l'autre, les flux de capitaux vers la Suisse sont restés inchangés dans les banques et compagnies d'assurances, mais ont diminué dans les sociétés commerciales.

Volume des capitaux d'investissement direct

En 1997, le volume des capitaux d'investissement direct étrangers en Suisse a augmenté de 13% pour s'établir à 82 milliards de francs. Dans l'industrie, il a marqué une vigoureuse expansion en raison de nombreuses acquisitions. Pour la première fois, ce secteur représentait près de 20% du total des capitaux étrangers investis en Suisse.

Le volume des investissements directs des pays de l'UE s'élevait à 58 milliards de francs à fin 1997, soit une progression de 16%. Des taux de croissance supérieurs à la moyenne ont été enregistrés du côté des entreprises du Luxembourg (+91%), de Belgique (+80%) et d'Allemagne (+49%). La part, déjà élevée, que les pays de l'UE détiennent au volume total des investissements directs a ainsi passé de 69% à fin 1996 à 71% un an plus tard. Par contre, les parts des Etats-Unis et du Japon ont diminué.

Solde des investissements directs

Traditionnellement, les investissements directs suisses à l'étranger et étrangers en Suisse se soldent par des exportations nettes de capitaux. En 1997, l'économie suisse a une nouvelle fois investi davantage de capitaux à l'étranger qu'elle n'en a reçu de l'étranger; le solde des investissements directs s'est inscrit en effet à 17,1 milliards de francs, contre 16,2 milliards l'année précédente. Le solde cumulé pour les années 1990 à 1997 atteint 83 milliards de francs. La même tendance ressort de l'évolution du volume des capitaux d'investissement direct. A fin 1997, le volume des capitaux suisses à l'étranger était supérieur de 150 milliards de francs à celui des capitaux étrangers en Suisse. Une répartition par pays montre que les plus importants excédents ont été enregistrés vis-à-vis des Etats-Unis (39 milliards de francs), du Royaume-Uni (26 milliards) et de l'Allemagne (5 milliards).

Importations de capitaux en milliards de francs

Tableau 1

	1993	1994	1995	1996	1997
Total	-0,1	4,6	2,6	3,8	7,2
dont sociétés financières et holdings	-0,4	1,7	-1,1	0,1	1,9
Total, sans les sociétés financières et holdings	0,3	2,9	3,7	3,7	5,3

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

Tableau 1.1

	1993	1994	1995	1996 ^f	1997 ^p
1. Pays industrialisés	9 600	14 290	14 007	17 500	21 856
UE	2 697	6 873	6 210	12 522	12 615
Belgique	889	-551	1 042	488	-602
Danemark	-3	166	21	49	26
Allemagne	-245	784	1 171	2 629	4 123
Finlande	²	²	56	137	156
France	1 451	1 287	127	338	-12
Grèce	26	95	79	109	86
Irlande	215	191	324	342	546
Italie	-281	148	424	769	1 015
Luxembourg	137	412	200	192	-903
Pays-Bas	-550	1 078	1 143	-193	2 957
Autriche	²	²	89	-252	338
Portugal	-22	34	27	91	293
Suède	²	²	85	539	620
Espagne	-122	-81	572	118	58
Royaume-Uni ³	1 202	3 309	851	7 170	3 915
AELE	593	1 174	41	54	172
dont					
Autriche	246	557	⁴	⁴	⁴
Suède	69	535	⁴	⁴	⁴
Europe centrale et orientale	162	334	901	361	320
dont					
Croatie	6	14	4	5	4
Pologne	38	159	236	113	173
Fédération de Russie	-8	56	37	100	47
République tchèque	54	34	573	61	-19
Hongrie	34	52	31	62	71
Reste de l'Europe	32	24	121	49	310
dont					
Turquie	41	-8	96	0	47
Amérique du Nord	5 722	6 105	5 978	3 709	8 080
Canada	407	825	-166	335	291
Etats-Unis	5 315	5 280	6 144	3 373	7 789
Autres pays industrialisés	394	-220	756	806	359
Japon	88	-268	-35	305	-180
Afrique du Sud	37	48	151	93	161
Australie	273	-6	609	401	113
Nouvelle-Zélande	-4	7	31	7	265

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
2. Pays nouvellement industrialisés	1 293	863	-55	1 406	726
Amérique latine	582	103	186	260	-225
Argentine	46	47	28	65	-34
Brésil	308	-54	127	-10	-329
Chili	106	27	35	83	26
Mexique	122	84	-3	121	112
Asie	710	760	-242	1 146	951
Hong Kong	300	420	-547	21	246
Corée (Sud)	12	29	19	66	-61
Malaisie	104	8	17	233	51
Philippines	74	14	-8	39	49
Singapour	127	110	175	542	470
Taiwan	70	93	61	22	47
Thaïlande	23	86	41	224	148
3. Pays en développement	2 056	-392	487	1 057	1 716
Amérique latine (y compris les Caraïbes)	1 891	-692	2	-267	839
dont					
Costa Rica	-3	-16	45	10	-1
Equateur	15	4	11	80	27
Guatemala	19	-5	4	-176	60
Colombie	19	90	7	82	34
Panama	17	442	83	131	364
Pérou	2	9	19	-9	156
Uruguay	40	56	92	172	217
Venezuela	46	-1	-5	121	95
Afrique	25	54	25	90	230
dont					
Egypte	12	33	34	18	92
Côte d'Ivoire	-10	-6	6	17	16
Maroc	6	-1	8	19	32
Nigéria	6	14	-2	1	-9
Asie	140	246	459	1 234	648
dont					
Chine (Rép. pop.)	32	168	342	378	270
Inde	56	31	13	370	161
Indonésie	21	15	46	177	133
Liban	-27	3	9	8	2
Pakistan	3	-17	23	22	34
Arabie saoudite	2	33	4	3	43
Émirats arabes unis	7	10	3	3	15
Ensemble des pays	12 949	14 761	14 438	19 964	24 298

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

2 Jusqu'en 1994, membre de l'AELE

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

4 Dès 1995, membre de l'UE

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

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

Tableau 1.2

	1993	1994	1995 ^f	1996 ^f	1997 ^p	Variation en % par rapport à 1996
1. Pays industrialisés	105 413	118 579	132 749	155 201	187 582	21
UE	61 133	66 589	78 524	89 209	111 707	25
Belgique	3 417	3 209	3 891	3 618	3 182	-12
Danemark	498	799	551	613	519	-15
Allemagne	12 214	12 436	13 495	13 967	19 514	40
Finlande	1	1	868	1 162	1 308	13
France	12 593	12 849	12 542	12 839	12 462	-3
Grèce	316	402	417	517	589	14
Irlande	1 596	1 748	2 569	4 197	6 805	62
Italie	5 370	4 957	5 313	6 617	7 615	15
Luxembourg	2 829	3 285	3 454	4 568	4 130	-10
Pays-Bas	7 929	9 149	11 558	11 185	16 155	44
Autriche	1	1	2 482	2 441	2 879	18
Portugal	449	579	663	785	993	26
Suède	1	1	3 044	3 439	3 188	-7
Espagne	2 788	2 672	3 216	3 577	4 135	16
Royaume-Uni ²	11 134	14 506	14 463	19 686	28 234	43
AELE	5 788	6 293	717	1 434	1 312	-9
dont						
Autriche	2 312	2 526	3	3	3	3
Suède	2 158	2 030	3	3	3	3
Europe centrale et orientale	699	994	1 879	2 194	3 028	38
dont						
Croatie	39	77	99	99	145	46
Pologne	128	276	485	570	758	33
Fédération de Russie	10	6	62	132	411	211
République tchèque	234	198	831	964	1 152	20
Hongrie	137	193	205	228	337	48
Reste de l'Europe	388	547	578	664	954	44
dont						
Turquie	308	271	414	359	385	7
Amérique du Nord	30 488	36 967	43 936	52 586	62 380	19
Canada	3 283	4 320	3 455	5 029	5 367	7
Etats-Unis	27 205	32 647	40 481	47 557	57 014	20
Autres pays industrialisés	6 918	7 190	7 115	9 114	8 201	-10
Japon	3 974	4 154	3 597	4 374	4 109	-6
Afrique du Sud	817	761	883	1 053	1 050	0
Australie	1 964	2 102	2 467	3 548	2 612	-26
Nouvelle-Zélande	163	173	168	139	430	209

	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Variation en % par rap- port à 1996
2. Pays nouvellement industrialisés	10 560	12 188	11 863	14 044	15 452	10
Amérique latine	6 942	7 342	7 216	8 528	8 796	3
Argentine	443	443	491	570	661	16
Brésil	4 214	4 605	4 385	4 926	4 353	-12
Chili	413	846	903	1 170	1 439	23
Mexique	1 872	1 448	1 437	1 863	2 344	26
Asie	3 618	4 846	4 647	5 516	6 656	21
Hong Kong	1 485	2 214	1 819	1 524	2 439	60
Corée (Sud)	187	213	215	323	343	6
Malaisie	341	382	384	857	921	7
Philippines	213	255	254	393	325	-17
Singapour	606	749	911	1 444	1 814	26
Taiwan	381	523	541	282	355	26
Thaïlande	404	509	523	693	459	-34
3. Pays en développement	19 506	16 890	19 310	21 393	28 691	34
Amérique latine (y compris les Caraïbes)	17 205	14 438	16 524	17 218	23 329	35
dont						
Costa Rica	96	70	120	126	188	49
Equateur	189	196	180	243	327	35
Guatemala	58	42	53	59	133	125
Colombie	414	439	552	471	684	45
Panama	676	1 218	-348	-1 699	-1 756	
Pérou	72	76	95	116	250	116
Uruguay	126	144	81	175	254	45
Venezuela	315	217	232	374	730	95
Afrique	1 142	1 152	1 178	1 290	1 626	26
dont						
Egypte	114	139	157	193	326	69
Côte d'Ivoire	96	70	84	120	121	1
Maroc	197	230	263	240	340	42
Nigéria	40	56	42	42	44	5
Asie	1 159	1 300	1 609	2 886	3 736	29
dont						
Chine (Rép. pop.)	80	263	474	888	1 363	53
Inde	168	195	173	566	745	32
Indonésie	201	201	261	366	303	-17
Liban	79	77	88	115	130	13
Pakistan	109	84	106	127	134	6
Arabie saoudite	218	238	191	164	230	40
Émirats arabes unis	54	61	56	72	104	44
Ensemble des pays	135 479	147 656	163 922	190 638	231 725	22

1 Jusqu'en 1994, membre de l'AELE

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

3 Dès 1995, membre de l'UE

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

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

Tableau 1.3

	1993	1994	1995 ^f	1996 ^f	1997 ^p	Variation en % par rap- port à 1996
1. Pays industrialisés	1 096 335	1 111 173	1 114 004	1 107 705	1 205 964	9
UE	644 848	619 316	703 624	698 666	762 823	9
Belgique	28 073	26 005	26 601	25 101	25 092	0
Danemark	7 980	11 731	11 039	11 355	10 705	-6
Allemagne	224 482	211 103	204 082	188 633	235 126	25
Finlande	1	1	14 005	12 404	13 251	7
France	128 486	128 976	122 630	136 290	133 065	-2
Grèce	5 987	6 238	6 192	6 302	6 237	-1
Irlande	3 085	3 177	4 386	3 459	4 624	34
Italie	67 335	61 231	60 424	56 110	66 679	19
Luxembourg	1 027	1 353	1 459	1 651	1 679	2
Pays-Bas	28 010	29 452	28 233	29 865	32 437	9
Autriche	1	1	41 900	38 215	41 570	9
Portugal	8 692	11 797	11 399	10 169	10 993	8
Suède	1	1	40 338	40 668	37 389	-8
Espagne	50 361	37 394	40 436	44 577	45 635	2
Royaume-Uni ²	91 330	90 859	90 500	93 867	98 341	5
AELE	102 725	108 932	14 751	14 687	13 348	-9
dont						
Autriche	41 600	43 488	3	3	3	3
Suède	37 348	40 349	3	3	3	3
Europe centrale et orientale	34 293	42 667	61 266	66 525	74 482	12
dont						
Croatie	2 441	2 498	2 903	2 799	2 722	-3
Pologne	5 798	9 622	16 744	19 337	22 164	15
Fédération de Russie	1 371	2 052	4 123	4 767	6 402	34
République tchèque	14 464	12 260	20 170	22 892	19 708	-14
Hongrie	4 549	7 640	7 435	6 578	12 018	83
Reste de l'Europe	5 581	6 595	6 673	7 297	8 507	17
dont						
Turquie	5 406	5 953	6 252	6 892	8 032	17
Amérique du Nord	241 743	257 472	245 891	238 624	263 340	10
Canada	25 764	26 026	27 413	25 271	27 068	7
Etats-Unis	215 979	231 446	218 478	213 353	236 272	11
Autres pays industrialisés	67 145	76 191	81 799	81 906	83 464	2
Japon	21 661	29 358	28 037	27 818	28 437	2
Afrique du Sud	20 746	21 625	25 601	25 321	25 304	0
Australie	21 326	21 965	24 583	25 174	21 591	-14
Nouvelle-Zélande	3 412	3 243	3 578	3 593	8 132	126

	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Variation en % par rap- port à 1996
2. Pays nouvellement industrialisés	150 813	182 286	197 204	205 213	215 100	5
Amérique latine	94 153	104 628	111 420	112 960	118 763	5
Argentine	9 017	8 602	9 790	9 588	10 508	10
Brésil	56 293	63 954	67 409	69 828	71 872	3
Chili	9 351	12 425	13 048	13 243	13 043	-2
Mexique	19 492	19 647	21 173	20 301	23 340	15
Asie	56 660	77 658	85 784	92 253	96 338	4
Hong Kong	10 033	12 540	13 255	13 273	15 258	15
Corée (Sud)	3 631	4 068	4 365	3 640	4 037	11
Malaisie	8 505	12 791	14 635	15 183	14 296	-6
Philippines	7 312	10 560	11 728	12 462	13 682	10
Singapour	7 873	7 637	8 590	9 403	11 586	23
Taiwan	3 075	5 873	6 914	7 231	7 175	-1
Thaïlande	16 231	24 189	26 297	31 061	30 304	-2
3. Pays en développement	89 572	102 188	120 021	142 046	164 226	16
Amérique latine (y compris les Caraïbes)	31 789	33 154	33 264	34 256	38 672	13
dont						
Costa Rica	2 031	2 387	3 233	3 224	3 292	2
Equateur	2 571	4 111	3 421	4 479	4 497	0
Guatemala	588	1 128	1 245	1 261	1 456	15
Colombie	7 643	9 071	9 138	9 100	9 947	9
Panama	2 922	1 344	1 476	1 358	1 972	45
Pérou	1 607	1 895	2 213	2 298	4 235	84
Uruguay	659	650	693	710	430	-39
Venezuela	9 633	8 150	6 831	7 214	7 297	1
Afrique	25 450	27 480	24 364	29 215	32 164	10
dont						
Egypte	8 103	5 630	6 315	6 034	8 016	33
Côte d'Ivoire	1 233	1 214	1 340	1 946	2 058	6
Maroc	2 956	3 560	3 259	3 635	4 438	22
Nigéria	5 399	4 532	5 297	7 988	7 727	-3
Asie	32 333	41 554	62 393	78 575	93 390	19
dont						
Chine (Rép. pop.)	4 034	8 620	16 490	24 250	29 523	22
Inde	12 348	12 339	21 449	22 772	24 410	7
Indonésie	4 714	5 960	8 534	10 586	13 236	25
Liban	1 229	1 050	1 152	1 017	1 368	35
Pakistan	3 109	2 919	3 301	3 656	4 038	10
Arabie saoudite	2 539	3 169	2 544	3 177	2 485	-22
Émirats arabes unis	958	2 056	2 307	1 769	1 338	-24
Ensemble des pays	1 336 720	1 395 647	1 431 229	1 454 964	1 585 290	9

1 Jusqu'en 1994, membre de l'AELE

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

3 Dès 1995, membre de l'UE
r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

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

Tableau 1.4

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Industrie	6 814	10 043	8 838	8 551	16 063
Textile et habillement	21	-8	43	-8	118
Chimie et plastique	2 876	4 916	3 273	2 074	8 503
Métallurgie et machines	569	1 375	1 423	766	2 598
Electronique, énergie, optique et horlogerie	636	1 116	1 086	2 919	3 602
Produits alimentaires, autres industries et bâtiment	2 711	2 645	3 013	2 800	1 243
Services	6 135	4 718	5 600	11 413	8 235
Commerce	1 807	605	1 269	-4	571
Sociétés financières et holdings	1 695	380	-38	2 087	3 792
dont en mains étrangères ²	1 360	32	-630	2 074	2 807
Banques	417	1 494	1 308	551	1 836
Assurances	2 194	1 487	2 209	7 597	1 732
Transports et communications	-23	429	499	940	214
Autres services	44	323	353	241	91
Total	12 949	14 761	14 438	19 964	24 298

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

Tableau 1.5

	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Variation en % par rapport à 1996
Industrie	66 593	70 857	82 087	87 266	100 794	16
Textile et habillement	648	830	885	845	724	-14
Chimie et plastique	25 614	25 481	31 794	30 270	34 924	15
Métallurgie et machines	9 618	10 163	10 679	11 398	15 359	35
Electronique, énergie, optique et horlogerie	12 476	14 139	16 080	17 550	20 001	14
Produits alimentaires, autres industries et bâtiment	18 237	20 244	22 649	27 204	29 787	9
Services	68 886	76 800	81 835	103 372	130 930	27
Commerce	8 460	9 321	8 355	6 358	7 292	15
Sociétés financières et holdings	27 658	29 989	30 537	33 699	39 868	18
dont en mains étrangères ²	24 755	26 520	27 067	30 760	35 849	17
Banques	10 815	13 293	14 072	16 398	23 972	46
Assurances	17 697	19 170	23 562	40 120	54 597	36
Transports et communications	1 627	1 968	2 410	3 519	2 524	-28
Autres services	2 629	3 059	2 900	3 278	2 678	-18
Total	135 479	147 656	163 922	190 638	231 725	22

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

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

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

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

Tableau 1.6

	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Variation en % par rap- port à 1996
Industrie	837 575	902 534	920 578	915 749	958 447	5
Textile et habillement	20 673	45 179	44 249	44 441	43 312	-3
Chimie et plastique	173 590	185 242	175 832	165 868	193 562	17
Métallurgie et machines	131 973	140 435	147 448	149 475	164 154	10
Electronique, énergie, optique et horlogerie	246 464	263 601	259 370	257 666	260 130	1
Produits alimentaires, autres industries et bâtiment	264 875	268 077	293 679	298 299	297 289	0
Services	499 145	493 113	510 651	539 215	626 843	16
Commerce	86 847	80 290	77 745	71 571	73 020	2
Sociétés financières et holdings	230 152	232 716	237 703	254 986	341 543	34
dont en mains étrangères ¹	211 468	215 878	220 003	239 630	327 162	37
Banques	17 218	18 110	23 084	24 849	33 719	36
Assurances	72 238	64 561	65 868	72 074	72 233	0
Transports et communications	43 247	46 982	43 046	53 827	40 266	-25
Autres services	49 443	50 454	63 205	61 908	66 062	7
Total	1 336 720	1 395 647	1 431 229	1 454 964	1 585 290	9

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

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

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

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Bénéfices réinvestis					
Pays industrialisés	2 672	2 009	2 941	5 256	6 811
UE	924	164	1 225	3 776	4 843
AELE	388	624	36	38	116
Europe centrale et orientale	8	13	-53	89	-32
Reste de l'Europe	-5	2	28	51	107
Amérique du Nord	1 396	1 095	1 625	1 247	1 533
Autres pays industrialisés ²	-38	113	79	55	245
Pays nouvellement industrialisés	592	800	289	445	89
Asie ³	362	254	198	481	112
Amérique latine ⁴	230	547	92	-36	-23
Pays en développement	1 667	648	481	764	1 565
Afrique	-40	5	-20	48	84
Asie, Océanie	55	53	-4	24	-88
Amérique latine ⁵	1 652	590	504	692	1 569
Ensemble des pays	4 931	3 457	3 711	6 465	8 465
	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Autres fonds propres					
Pays industrialisés	5 428	13 288	8 568	12 151	11 527
UE	2 415	7 314	3 843	8 743	8 415
AELE	220	349	3	-4	53
Europe centrale et orientale	112	251	925	179	332
Reste de l'Europe	26	34	72	45	193
Amérique du Nord	1 999	5 625	3 323	3 016	2 513
Autres pays industrialisés ²	658	-285	402	173	21
Pays nouvellement industrialisés	680	-535	197	811	361
Asie ³	355	-60	80	865	609
Amérique latine ⁴	325	-475	118	-54	-248
Pays en développement	1 001	-1 510	874	144	2 364
Afrique	62	41	44	40	78
Asie, Océanie	52	98	432	1 047	649
Amérique latine ⁵	888	-1 650	398	-943	1 638
Ensemble des pays	7 109	11 244	9 638	13 106	14 253

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Crédits					
Pays industrialisés	1 500	-1 008	2 499	94	3 518
UE	-641	-605	1 141	4	-643
AELE	-14	202	2	20	3
Europe centrale et orientale	43	70	29	93	19
Reste de l'Europe	12	-12	21	-47	11
Amérique du Nord	2327	-615	1 030	-554	4 034
Autres pays industrialisés ²	-226	-48	275	578	94
Pays nouvellement industrialisés	21	597	-542	150	276
Asie ³	-7	566	-519	-200	230
Amérique latine ⁴	28	31	-23	350	46
Pays en développement	-612	471	-868	149	-2 213
Afrique	3	8	1	2	69
Asie, Océanie	33	95	31	163	87
Amérique latine ⁵	-648	368	-900	-16	-2 368
Ensemble des pays	909	61	1 089	392	1 581

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Total					
Pays industrialisés	9 600	14 290	14 007	17 500	21 856
UE	2 697	6 873	6 210	12 522	12 615
AELE	593	1174	41	54	172
Europe centrale et orientale	162	334	901	361	320
Reste de l'Europe	32	24	121	49	310
Amérique du Nord	5 722	6 105	5 978	3 709	8 080
Autres pays industrialisés ²	394	-220	756	806	359
Pays nouvellement industrialisés	1 293	863	-55	1 406	726
Asie ³	710	760	-242	1 146	951
Amérique latine ⁴	582	103	186	260	-225
Pays en développement	2 056	-392	487	1 057	1 716
Afrique	25	54	25	90	230
Asie, Océanie	140	246	459	1 234	648
Amérique latine ⁵	1 891	-692	2	-267	839
Ensemble des pays	12 949	14 761	14 438	19 964	24 298

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

2 Japon, Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande
3 Hong Kong, Corée (Sud), Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande
4 Argentine, Brésil, Chili, Mexique

5 Y compris les Caraïbes
r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

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

Tableau 2.1

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
1. Pays industrialisés	-398	4 572	2 599	3 790	7 158
UE	-924	1 784	2 509	2 233	5 889
dont					
Belgique	59	47	23	70	-17
Danemark	-19	-2	0	9	21
Allemagne	-194	777	441	1 308	2 583
France	44	232	-33	571	517
Italie	-436	22	-65	-807	118
Luxembourg	-60	374	179	317	1 619
Pays-Bas	-246	406	1 884	381	818
Autriche	²	²	30	1	68
Suède	²	²	374	337	165
Espagne	1	6	7	10	18
Royaume-Uni ³	-76	-68	126	-170	-161
AELE	72	540	0	0	2
dont					
Autriche	50	-13	4	4	4
Suède	45	543	4	4	4
Reste de l'Europe	8	5	12	30	86
dont					
Turquie	8	5	12	30	86
Amérique du Nord	428	2 273	363	1 476	1 261
Canada	122	-177	16	-50	-46
Etats-Unis	306	2 450	346	1 526	1 307
Autres pays industrialisés	16	-23	-315	45	-101
dont					
Japon	16	-23	-315	-15	-326
2. Pays nouvellement industrialisés	7	-10	16	21	-65
3. Pays en développement	268	42	14	-6	78
Afrique	2	2	2	2	2
Asie	144	43	41	-42	32
dont					
Israël	34	22	36	-46	18
Amérique latine (y compris les Caraïbes)	123	-4	-29	34	44
Ensemble des pays	-123	4 604	2 629	3 805	7 171

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

2 Jusqu'en 1994, membre de l'AELE

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

4 Depuis 1995, membre de l'UE

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

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

Tableau 2.2

	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Variation en % par rapport à 1996
1. Pays industrialisés	55 946	62 667	64 657	71 682	80 699	13
UE	34 925	39 333	44 794	49 887	57 954	16
dont						
Belgique	439	401	465	595	1 072	80
Danemark	185	165	153	169	207	22
Allemagne	6 601	7 948	7 801	9 474	14 113	49
France	10 160	9 532	9 894	10 483	10 306	-2
Italie	5 920	5 550	5 481	4 686	4 564	-3
Luxembourg	362	1 634	1 844	1 913	3 655	91
Pays-Bas	8 133	11 033	11 769	15 549	16 873	9
Autriche	1	1	357	327	370	13
Suède	1	1	3 503	3 867	4 010	4
Espagne	240	177	183	245	257	5
Royaume-Uni ²	2 860	2 696	3 073	2 260	2 092	-7
AELE	3 344	3 726	21	16	16	0
dont						
Autriche	211	211	3	3	3	3
Suède	2 783	3 157	3	3	3	3
Reste de l'Europe	68	78	79	110	112	2
dont						
Turquie	68	78	79	110	112	2
Amérique du Nord	13 975	15 856	16 389	17 668	18 700	6
Canada	446	330	333	285	252	-12
Etats-Unis	13 530	15 526	16 056	17 383	18 448	6
Autres pays industrialisés	3 540	3 600	3 259	3 863	3 763	-3
dont						
Japon	3 538	3 600	3 259	3 133	2 754	-12
2. Pays nouvellement industrialisés	73	47	65	95	56	-41
3. Pays en développement	1 258	1 114	929	819	1 292	58
Afrique	57	59	61	61	67	10
Asie	753	693	588	507	630	24
dont						
Israël	363	306	397	286	332	16
Amérique latine (y compris les Caraïbes)	448	362	280	251	595	137
Ensemble des pays	57 277	63 827	65 651	72 596	82 047	13

1 Jusqu'en 1994, membre de l'AELE

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

3 Depuis 1995, membre de l'UE

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

	1993	1994	1995	1996 ^f	1997 ^P
Ensemble des pays					
Industrie	-3	1 074	1 415	2 184	4 129
Chimie et plastique	122	378	231	946	2 393
Métallurgie et machines	-100	-20	-30	-32	1 514
Electronique, énergie, optique et horlogerie	18	645	529	1 015	215
Autres industries et bâtiment	-43	71	686	255	6
Services	-120	3 530	1 214	1 622	3 042
Commerce	24	820	289	380	133
Sociétés financières et holdings	-406	1 741	-1 092	123	1 876
Banques ²	75	556	83	763	650
Assurances et autres services	187	413	1 935	356	382
Total	-123	4 604	2 629	3 805	7 171
UE et AELE					
Industrie	-42	762	1 178	1 990	3 061
Chimie et plastique	29	190	71	946	1 559
Métallurgie et machines	-99	-19	-29	-34	1 407
Electronique, énergie, optique et horlogerie	33	528	449	816	16
Autres industries et bâtiment	-5	64	687	262	78
Services	-810	1 562	1 331	243	2 830
Commerce	-68	129	404	136	46
Sociétés financières et holdings	-590	735	-831	-1 054	1 972
Banques ²	-146	503	-108	648	726
Assurances et autres services	-6	195	1 866	513	86
Total	-852	2 324	2 509	2 233	5 891

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Amérique du Nord					
Industrie	68	314	215	194	1 044
Chimie et plastique	123	191	160	0	814
Métallurgie et machines	0	0	-1	2	107
Electronique, énergie, optique et horlogerie	-15	117	80	200	199
Autres industries et bâtiment	-39	7	-24	-8	-77
Services	360	1 959	148	1 282	218
Commerce	80	770	253	208	99
Sociétés financières et holdings	95	986	-222	1 146	-319
Banques ²	-13	-20	48	85	142
Assurances et autres services	198	222	69	-158	296
Total	428	2 273	363	1 476	1 261

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

2 Sous «Banques» figurent les établissements soumis à la loi sur les banques. Les sociétés financières qui, depuis 1995, ne sont plus soumises à la loi sur les banques ont été transférées sous «Sociétés financières et holdings».

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

	1993	1994	1995	1996 ^f	1997 ^p
Ensemble des pays					
Industrie	6 070	8 457	9 404	10 156	15 440
Chimie et plastique	1 065	2 447	2 372	2 333	5 146
Métallurgie et machines	419	378	505	414	2 078
Electronique, énergie, optique et horlogerie	3 644	4 496	4 914	5 737	6 576
Autres industries et bâtiment	942	1 136	1 613	1 672	1 631
Services	51 207	55 371	56 247	62 440	66 606
Commerce	8 787	10 995	9 110	9 708	9 777
Sociétés financières et holdings	26 863	26 891	30 416	35 119	37 463
Banques ¹	14 042	15 421	13 968	14 731	15 325
Assurances et autres services	1 515	2 064	2 752	2 882	4 041
Total	57 277	63 827	65 651	72 596	82 047
UE et AELE					
Industrie	4 428	6 026	7 194	8 116	11 884
Chimie et plastique	301	795	948	1 249	2 709
Métallurgie et machines	390	351	479	386	1 960
Electronique, énergie, optique et horlogerie	2 889	4 020	4 416	5 227	5 785
Autres industries et bâtiment	848	861	1 351	1 255	1 430
Services	33 841	37 033	37 620	41 787	46 086
Commerce	2 778	4 570	5 228	5 380	5 403
Sociétés financières et holdings	21 865	21 792	22 576	25 636	28 397
Banques ¹	8 643	9 577	8 009	8 671	9 364
Assurances et autres services	555	1 094	1 808	2 100	2 922
Total	38 269	43 059	44 814	49 903	57 961

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Amérique du Nord					
Industrie	1 604	2 405	2 188	2 040	3 183
Chimie et plastique	725	1 625	1 424	1 085	2 120
Métallurgie et machines	29	28	26	28	118
Electronique, énergie, optique et horlogerie	756	476	497	510	792
Autres industries et bâtiment	94	275	241	417	154
Services	12 372	13 452	14 200	15 629	15 517
Commerce	5 327	5 842	3 694	4 088	4 201
Sociétés financières et holdings	4 632	4 768	7 594	8 484	7 815
Banques ¹	1 450	1 873	1 968	2 275	2 384
Assurances et autres services	963	970	944	782	1 117
Total	13 975	15 856	16 389	17 668	18 700

1 Sous «Banques» figurent les établissements soumis à la loi sur les banques. Les sociétés financières qui, depuis 1995, ne sont plus soumises à la loi sur les banques ont été transférées sous «Sociétés financières et holdings».

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

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

	1993	1994	1995	1996 ^f	1997 ^P
Bénéfices réinvestis					
Pays industrialisés	1 113	3 731	768	2 889	698
UE et AELE	393	1 688	438	1 314	2 467
Europe centrale et orientale	1	1	0	6	6
Reste de l'Europe	0	6	9	10	2
Amérique du Nord	660	2 001	377	1 502	-1 966
Autres pays industrialisés ²	59	35	-55	57	189
Pays nouvellement industrialisés	2	-6	0	0	3
Pays en développement	49	55	48	41	81
Ensemble des pays	1 164	3 780	825	2 930	782

	1993	1994	1995	1996 ^f	1997 ^P
Autres fonds propres					
Pays industrialisés	-314	250	2 452	1 548	3 768
UE et AELE	-555	291	2 430	1 358	3 679
Europe centrale et orientale	1	-8	30	0	15
Reste de l'Europe	8	0	4	20	84
Amérique du Nord	252	-35	90	177	263
Autres pays industrialisés ²	-20	1	-103	-7	-275
Pays nouvellement industrialisés	10	0	0	0	-61
Pays en développement	211	-1	5	-66	-1
Ensemble des pays	-93	249	2 464	1 502	3 705

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Crédits					
Pays industrialisés	-1 197	592	-621	-646	2 693
UE et AELE	-690	345	-359	-439	-257
Europe centrale et orientale	0	0	0	0	0
Reste de l'Europe	0	-1	-1	0	0
Amérique du Nord	-484	307	-105	-203	2 964
Autres pays industrialisés ²	-23	-59	-157	-5	-15
Pays nouvellement industrialisés	-5	-3	0	0	-7
Pays en développement	8	-13	-39	19	-1
Ensemble des pays	-1 194	575	-660	-627	2 684

	1993	1994	1995	1996 ^r	1997 ^p
Total					
Pays industrialisés	-398	4 572	2 599	3 790	7 158
UE et AELE	-852	2 324	2 509	2 233	5 889
Europe centrale et orientale	2	-7	30	6	21
Reste de l'Europe	8	5	12	30	86
Amérique du Nord	428	2 273	363	1 476	1 261
Autres pays industrialisés ²	16	-23	-315	45	-101
Pays nouvellement industrialisés	7	-10	0	0	-65
Pays en développement	268	42	14	-6	78
Ensemble des pays	-123	4 604	2 629	3 805	7 171

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

2 Japon, Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande
r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

Précisions sur l'enquête

Définition

Celui qui effectue un investissement direct veut influencer directement et durablement sur l'activité d'une entreprise. Habituellement, il y a investissement direct à l'étranger quand un investisseur

- participe pour au moins 10% au capital (avec droit de vote) d'une entreprise sise à l'étranger ou
- fonde une filiale ou une succursale à l'étranger.

La Principauté de Liechtenstein est considérée comme faisant partie du territoire suisse.

Enquête

La Banque nationale suisse recueille chaque année des données sur les participations transfrontalières, en d'autres termes sur les investissements directs suisses à l'étranger et sur les investissements directs étrangers en Suisse. L'enquête porte sur la situation en fin d'année.

Fondements juridiques

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

Objet de l'enquête

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

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

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

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

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

Répartition par pays

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

Répartition par branches

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

La position extérieure nette de la Suisse en 1997

Les avoirs et engagements extérieurs de la Suisse englobent les investissements de portefeuille, les investissements directs, les réserves monétaires de la Banque nationale, les crédits des banques et les dépôts dans les banques, mais aussi les autres avoirs et engagements que les résidents ont vis-à-vis de l'étranger. A la fin de l'année, ces actifs et passifs sont évalués aux prix du marché, à l'exception de l'encaisse-or de la Banque nationale et des investissements directs, qui sont pris en considération à leur valeur comptable. Les immeubles détenus en Suisse par des étrangers sont comptabilisés à leur valeur d'acquisition.

En 1997, les avoirs suisses à l'étranger ont progressé de 17% (1996: 26%) pour atteindre 1459 milliards de francs. En hausse de 29%, les engagements portaient sur 1016 milliards de francs. La position extérieure nette de la Suisse s'établissait ainsi à 443 milliards de francs, soit une diminution de 10 milliards par rapport à fin 1996. En pourcentage du produit intérieur brut, elle a reculé, passant de 124% à fin 1996 à 120% à fin 1997.

Les variations enregistrées par les divers postes s'expliquent principalement par l'accroissement des investissements et par l'évolution des cours boursiers et de change. Ainsi, la vive augmentation des avoirs suisses à l'étranger est imputable à raison de deux tiers aux investissements opérés en 1997 et, pour le reste, en majeure partie à la hausse des cours des titres. Contrairement à l'année précédente, les mouvements des cours de change n'ont guère joué de rôle. La revalorisation du dollar, qui a accru la valeur des placements libellés dans cette monnaie, a en effet été compensée par la dépréciation d'autres monnaies étrangères.

La forte expansion des engagements envers l'étranger est due, pour plus de la moitié, à la sensi-

ble progression des cours boursiers des titres. Quant à la part restante, elle résulte pour l'essentiel de l'accroissement des investissements des non-résidents.

Composition des actifs à l'étranger

En 1997, les crédits bancaires à l'étranger se sont accrus de 28% pour atteindre 405 milliards de francs. Les opérations interbancaires ont contribué dans une mesure prépondérante à cette évolution. La part des crédits bancaires à l'ensemble des actifs suisses à l'étranger s'établissait à 28% à fin 1997, contre 26% un an auparavant. A la suite d'achats de valeurs mobilières et de la hausse des cours boursiers, les investissements de portefeuille ont augmenté de 15%, passant à 554 milliards de francs. Leur part au total des actifs a toutefois légèrement reculé. Les capitaux d'investissement direct ont progressé de 22% pour s'inscrire à 232 milliards de francs. Depuis plusieurs années, ils sont en constante progression en raison du volume élevé des investissements que les entreprises suisses opèrent à l'étranger. Ils ont ainsi triplé entre 1988 et 1997; leur part au total des actifs à l'étranger atteignait 16% à fin 1997, contre 11% à fin 1988. Il convient de préciser que les capitaux d'investissement direct sont évalués à leur valeur comptable, donc à des montants relativement faibles. Quant aux avoirs détenus à l'étranger par la Banque nationale, ils s'établissaient à 69 milliards de francs, soit une augmentation de 8% (1996: 14%). En pourcentage du total des actifs, leur part a passé à un peu moins de 5%. En 1985, lors de l'établissement de la première statistique sur la position extérieure nette de la Suisse, cette part s'élevait encore à près de 10%.

Position extérieure nette de la Suisse

Tableau 1

	1985	1990	1993	1994	1995	1996	1997
Actifs en mrds fr.	526,1	733,0	957,6	978,3	989,8	1244,1	1459,2
Passifs en mrds fr.	298,1	450,7	598,0	620,2	640,2	791,1	1016,3
Position nette en mrds fr.	227,9	282,3	359,6	358,1	349,6	453,0	442,8
Actifs en % du PIB	221,8	231,0	273,8	273,7	272,3	341,1	393,9
Passifs en % du PIB	125,7	142,0	170,9	173,5	176,1	216,9	274,3
Position nette en % du PIB	96,1	89,0	102,8	100,2	96,2	124,2	119,5

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

Composition des actifs à l'étranger en milliards de francs

Tableau 2

	1985	1990	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Variation en % entre fin 1996 et fin 1997	Part en % à fin 1997
Investissements directs	52,1	85,6	135,5	147,7	163,9	190,6	231,7	21,6	15,9
Investissements de portefeuille	196,7	245,5	399,4	384,0	396,3	479,9	553,7	15,4	37,9
Crédits bancaires	157,4	174,9	199,1	215,9	213,5	315,8	405,3	28,3	27,8
Fonds fiduciaires ¹	43,8	92,5	78,5	76,5	64,5	74,1	75,5	1,9	5,2
Collectivités publiques	1,4	1,6	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	-2,8	0,1
Banque nationale	50,0	49,2	60,7	59,7	56,0	63,8	68,7	7,7	4,7
Autres actifs ²	24,6	83,6	83,1	93,2	94,1	118,4	122,8	3,7	8,4
Total	526,1	733,0	957,6	978,3	989,8	1244,1	1459,2	17,3	100,0
dont placements à court terme en %	38,5	41,7	33,3	35,1	33,5	35,8	37,0		

Composition des passifs envers l'étranger en milliards de francs

Tableau 3

	1985	1990	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p	Variation en % entre fin 1996 et fin 1997	Part en % à fin 1997
Investissements directs	21,0	44,4	57,3	63,8	65,7	72,6	82,0	13,0	8,1
Investissements de portefeuille	99,5	121,5	239,9	213,0	240,0	273,8	397,0	45,0	39,1
Crédits bancaires	123,5	172,2	188,5	220,7	207,5	292,4	374,9	28,2	36,9
Immeubles appartenant à des non-résidents	9,4	12,6	16,0	17,1	18,7	20,3	21,9	7,9	2,2
Collectivités publiques	nd	0,1	0,3	0,3	0,7	0,7	0,9	25,4	0,1
Banque nationale	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres passifs ³	44,7	99,9	95,8	105,2	107,7	131,2	139,6	6,3	13,7
Total	298,1	450,7	598,0	620,2	640,2	791,1	1016,3	28,5	100,0
dont placements à court terme en %	50,3	52,9	40,7	45,2	41,8	45,6	44,0		

1 Placements de résidents

2 Créances sur l'étranger découlant de crédits fournisseurs, de prêts, de dépôts en banque, etc., des assurances et des établissements non financiers.

3 Engagements envers l'étranger découlant de crédits fournisseurs, de prêts, de crédits bancaires, etc., des assurances et des établissements non financiers.

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

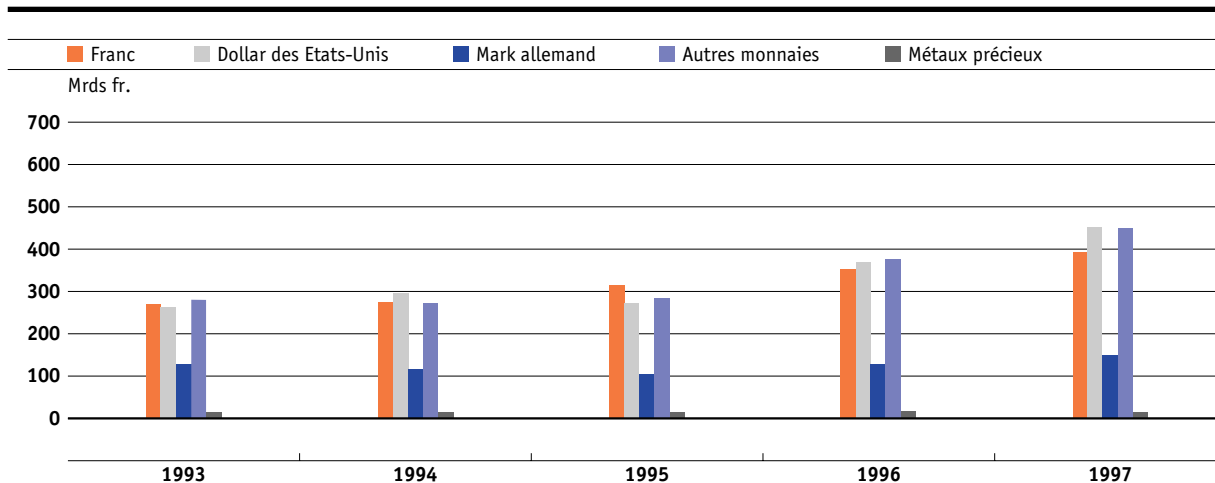
Composition des passifs envers l'étranger

La forte croissance des passifs de la Suisse envers l'étranger durant l'année 1997 est due à la très vive progression des investissements de portefeuille. En raison principalement de l'évolution des cours boursiers, les placements en valeurs mobilières ont en effet marqué une expansion de plus de 100 milliards pour s'inscrire à 397 milliards de francs. La part des investissements de portefeuille au total

des passifs envers l'étranger atteignait ainsi 39%, contre 35% à fin 1996. Les engagements des banques ont augmenté de 28%, passant à 375 milliards de francs. Avec 37%, leur part au total des passifs est demeurée inchangée d'une année à l'autre. Quant aux capitaux d'investissement direct étrangers en Suisse, ils ont progressé de 13%, soit à un rythme supérieur à ce qui a été observé les années précédentes, pour s'établir à 82 milliards de francs. Leur part au total des passifs envers l'étranger a toutefois diminué légèrement.

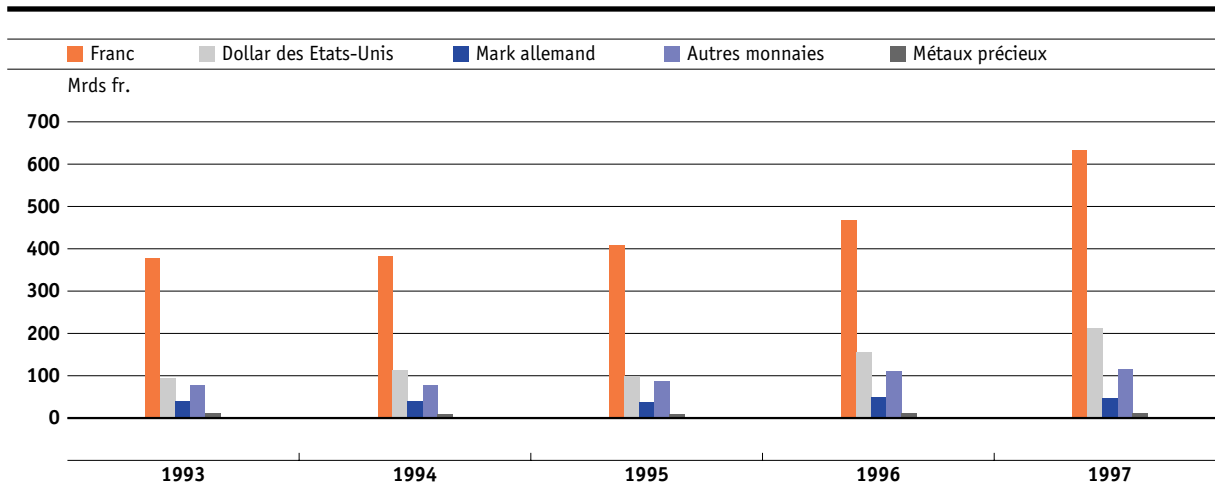
Répartition par monnaies des actifs à l'étranger

Graphique 1



Répartition par monnaies des passifs envers l'étranger

Graphique 2



	1993	1994	1995 ^r	1996 ^r	1997 ^p
Actifs					
Franc suisse	28,3	28,2	31,7	28,3	26,9
Dollar des Etats-Unis	27,4	30,4	27,6	29,7	31,0
Mark allemand	13,4	12,0	10,5	10,3	10,2
Autres monnaies	29,2	27,9	28,7	30,2	30,8
Métaux précieux	1,6	1,5	1,5	1,4	1,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passifs					
Franc suisse	62,9	61,5	63,9	58,9	62,1
Dollar des Etats-Unis	15,8	18,1	15,3	19,6	20,9
Mark allemand	6,6	6,5	5,9	6,2	4,6
Autres monnaies	12,8	12,6	13,6	13,9	11,3
Métaux précieux	1,9	1,5	1,3	1,4	1,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

1 A défaut de données complètes, la répartition par monnaies des placements en titres étrangers doit être en partie estimée.

r Chiffre révisés
p Chiffres provisoires

Répartition par monnaies

La part des actifs libellés en francs suisses s'établissait à 27% à fin 1997, contre 28% un an auparavant. Celle des placements en marks allemands est restée inchangée. Tant la part des placements en dollars des Etats-Unis que celle des placements libellés dans les «Autres monnaies» ont quelque peu augmenté.

Du côté des passifs, le franc suisse a nettement gagné en importance en 1997. Ainsi, 62% de l'ensemble des engagements envers l'étranger étaient libellés en francs suisses, contre 59% à fin 1996. La part du dollar des Etats-Unis s'est légèrement accrue. Par contre, celle du mark allemand et celle des «Autres monnaies» ont diminué.

Aide financière en faveur du Brésil

Le 19 novembre 1998, la Banque nationale suisse a approuvé, en accord avec le Département fédéral des finances, un recours aux Nouveaux accords d'emprunt (NAE) en faveur du Brésil. Ce recours porte sur 9,2 milliards de droits de tirage spéciaux (DTS), soit approximativement 17,5 milliards de francs. La Banque nationale fournira une part de 455 millions de DTS (environ 880 millions de francs) sous forme d'un crédit octroyé au Fonds monétaire international (FMI). Plusieurs pays membres des NAE ne pouvant actuellement pas fournir une contribution, les parts des participants restants ont été relevées en conséquence, dans le cas de la Banque nationale de 4,6% à 4,99%. Il s'agit du premier recours aux Nouveaux accords d'emprunt du FMI.

Les NAE sont des accords parallèles aux Accords généraux d'emprunt (AGE). Ils sont entrés en vigueur le 17 novembre 1998, après avoir été signés par les membres du Groupe des Dix ainsi que par quatorze autres pays. Ces pays, vingt-cinq au total, se sont ainsi engagés à accorder des crédits au FMI, selon une clé de répartition convenue, en cas de situation exceptionnelle et de pénurie de ressources. Au titre des AGE et des NAE, le FMI peut lever jusqu'à 34 milliards de DTS, soit un montant représentant le double de ce qui était précédemment disponible au titre des seuls AGE. Les Chambres fédérales ont approuvé, en décembre 1997, l'adhésion de la Suisse aux NAE.

La Banque des Règlements Internationaux (BRI) a elle aussi participé à l'importante aide financière en faveur du Brésil, aide qui atteint au total 41,5 milliards de dollars. Son crédit s'élève à 13,28 milliards de dollars. Les membres du Groupe des Dix et huit autres pays ont fourni une garantie à la BRI, garantie qui porte sur 12,93 milliards de dollars. La part de la Suisse est de 250 millions de dollars. Elle a été accordée par la Banque nationale et repose sur l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales. Pour sa contribution, la Banque nationale bénéficie de la garantie de la Confédération.

Table des matières, 16^e année, 1998

bulletin	page	
1	8	Conclusions de politique monétaire
2	8	
3	8	
4	8	La politique monétaire en 1999/La politica monetaria nel 1999/ Swiss monetary policy in 1999
1	10	Situation économique et monétaire
2	10	
3	10	
4	16	
		Articles et exposés
4	76	La position extérieure nette de la Suisse en 1997
4	52	Les investissements directs en 1997
4	42	Baltensperger Ernst et Thomas J. Jordan Seigneurage et bénéfice de banque centrale
3	34	Cottier Philippe Le repo, un nouvel instrument de politique monétaire
1	42	Cruz Irma Les relations financières entre la Banque nationale suisse et le Fonds monétaire international
1	48	Kleinewefers Lehner Anne La mobilité des capitaux au sein de l'Union européenne
1	34	Meyer Hans La politique monétaire en 1998
2	38	Meyer Hans Exposé à l'Assemblée générale de la Banque nationale suisse
2	34	Schönenberger Jakob Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale de la Banque nationale suisse
2	44	Zanetti Attilio Chômage structurel et inflation en Suisse
1	55	Chronique monétaire
2	58	
3	46	
4	82	

Editeur

Banque nationale suisse
Division économique
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition

typolitho ag, Zurich

Impression

Druck-Zentrum Tages-Anzeiger, Zurich

Copyright

Reproduction autorisée avec indication de la source
Copie souhaitée

Abonnements

Le Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse paraît en
langues française (ISSN 1423-3797) et allemande (ISSN 1423-3789).
On peut s'y abonner à l'adresse suivante: Zürichsee
Zeitschriftenverlag, Postfach, Seestrasse 86, CH-8712 Stäfa,
téléphone 01 928 56 16, téléfax 0848 80 55 20

Prix

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

Internet

<http://www.snb.ch>

