

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Décembre 4/2000 18^e année

Table des matières

4	Sommaire
5	Übersicht
6	Sommario
7	Abstracts
8	Appréciation de la situation économique et monétaire en fin d'année
12	Situation économique et monétaire en Suisse
13	1 Environnement international
13	1.1 Conjoncture
15	1.2 Evolution monétaire
16	1.3 Perspectives conjoncturelles
17	2 Evolution monétaire
17	2.1 Taux d'intérêt
20	2.2 Cours de change
21	2.3 Agrégats monétaires
23	2.4 Crédits et marché des capitaux
25	3 Demande globale et production
25	3.1 Produit intérieur brut et production industrielle
27	3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes
29	3.3 Investissements
31	3.4 Consommation
32	3.5 Utilisation des capacités de production
33	4 Marché du travail
33	4.1 Emploi
34	4.2 Chômage
35	5 Prix à la consommation
35	5.1 Renchérissement selon la provenance des biens
35	5.2 Renchérissement selon les catégories de biens
36	5.3 Produits à prix administrés
36	5.4 Renchérissement sous-jacent
37	6 Perspectives de renchérissement
37	6.1 Evolution des prix sur le plan international
37	6.2 Utilisation des capacités de production en Suisse
38	6.3 Prévisions de renchérissement pour les années 2001 à 2003
40	Les investissements directs en 1999
60	La position extérieure nette de la Suisse en 1999
66	L'inflation sous-jacente en Suisse Sophie M. Faber et Andreas M. Fischer
76	Chronique monétaire
78	Table des matières 2000

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

Le 8 décembre 2000, la Banque nationale suisse a décidé, en accord avec le Conseil fédéral, de ne pas modifier le cap de sa politique monétaire. Elle entend laisser inchangée la marge de fluctuation du Libor à trois mois, qui est fixée à 3%–4% depuis le 15 juin 2000, et envisage, jusqu'à nouvel avis, de maintenir le taux à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation. La Banque nationale ne prévoit pas un nouveau resserrement de sa politique monétaire, car rien n'indique que la stabilité du niveau des prix est menacée à moyen terme. Elle s'attend à une poursuite de la croissance économique, à un rythme moins vigoureux. Elle table sur une augmentation du produit intérieur brut réel de 2,2% en 2001, après une expansion de 3,3% en 2000. La plus récente prévision d'inflation reste sur des perspectives favorables. La Banque nationale s'attend à un renchérissement moyen de 1,6% en 2000 et de 2,1% en 2001. Au cours de l'année 2002, le renchérissement devrait repasser sous la barre des 2%, donc retrouver la zone que la Banque nationale assimile à la stabilité du niveau des prix. L'écart temporaire qui devrait être observé par rapport à la stabilité des prix est dû au dynamisme de la conjoncture en 2000 et, surtout, à la hausse massive des prix des produits pétroliers.

Situation économique et monétaire en Suisse (p. 12)

Après la forte poussée de croissance de la première moitié de 2000, les impulsions se sont quelque peu atténuées dans la zone de l'OCDE au second semestre. Les prix des produits pétroliers, beaucoup plus élevés, et le resserrement de la politique monétaire que les banques centrales des pays industrialisés ont opéré en vue de prévenir une surchauffe inflationniste ont eu des effets modérateurs. Au troisième trimestre de 2000, l'économie suisse a conservé l'allure plus modérée qu'elle avait prise au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,6%, contre 3,8% au deuxième trimestre. L'essor de la conjoncture reposait toujours sur une large assise. Les exportations ont continué à faire preuve de dynamisme. La demande intérieure, en particulier la consommation privée et les investissements en biens d'équipement, a contribué elle aussi à la croissance économique. L'emploi a progressé une nouvelle fois, et le nombre des chômeurs a poursuivi son repli. Le renchérissement annuel, mesuré aux prix à la consommation, a fléchi de 0,6 point entre juillet et octobre pour s'établir à 1,3%. En novembre, les loyers plus élevés des logements et une nouvelle hausse des prix des produits pétroliers ont engendré une accélération du renchérissement, lequel a ainsi passé à 1,9%. Au troisième trimestre, la Banque nationale a maintenu à 3%–4%

la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Les rémunérations servies sur le marché monétaire suisse sont par conséquent restées dans une large mesure stables. De même, le rendement des emprunts de la Confédération ayant une durée résiduelle de dix ans n'a guère varié.

L'évolution des investissements directs en 1999 (p. 40)

Les exportations de capitaux en vue d'investissements directs à l'étranger ont porté sur 54 milliards de francs en 1999, soit sur un montant dépassant de 27,2 milliards celui de l'année précédente. Entre fin 1998 et fin 1999, le volume des capitaux d'investissement direct à l'étranger a augmenté de 21% pour s'établir à 308 milliards de francs. Les filiales et participations suisses à l'étranger occupaient 1,61 million de personnes, à fin 1999 comme un an auparavant. Les importations de capitaux destinées à des investissements directs en Suisse se sont inscrites à 17,1 milliards de francs, contre 13 milliards en 1998. Les capitaux d'investissement direct étrangers en Suisse atteignaient 124,6 milliards de francs à fin 1999. Ils se sont accrus de 25,7% en un an.

La position extérieure nette de la Suisse en 1999 (p. 60)

A fin 1999, les actifs suisses à l'étranger excédaient de 556 milliards de francs les passifs suisses envers l'étranger. Ainsi, la position extérieure nette de la Suisse a augmenté de 62 milliards de francs en un an. Les actifs à l'étranger ont progressé de 20% pour s'établir à 1972 milliards de francs. Quant aux passifs envers l'étranger, ils se sont accrus de 23%, passant à 1416 milliards de francs. Ces fortes expansions ont découlé avant tout de nouveaux investissements et de l'évaluation plus élevée des titres. La part du franc suisse était de 15% (19% à fin 1998) du côté des actifs et de 54% (61%) du côté des passifs.

L'inflation sous-jacente en Suisse (p. 66)

Dans cet article, les auteurs présentent deux méthodes couramment employées pour le calcul de l'inflation sous-jacente, et les utilisent avec des données suisses trimestrielles couvrant la période 1983:1–2000:1. Ils montrent que le taux de croissance de la masse monétaire M_3 est en général plus étroitement corrélé avec l'évolution future de l'inflation sous-jacente qu'il ne l'est avec l'inflation mesurée par l'IPC. Il apparaît également que certaines définitions de l'inflation sous-jacente sont plus étroitement corrélées avec l'inflation future mesurée par l'IPC, que ne l'est elle-même l'inflation mesurée par l'IPC. Les résultats les plus encourageants proviennent de l'utilisation de taux d'inflation sous-jacente calculés par la méthode de la moyenne élaguée. A ce titre, il est à noter qu'au-delà d'un certain seuil, la valeur que prend le paramètre d'élagage ne semble pas jouer un rôle prépondérant.

Geldpolitische Lagebeurteilung am Jahresende (S. 8)

Die Schweizerische Nationalbank beschloss am 8. Dezember 2000 im Einvernehmen mit dem Bundesrat, ihre gegenwärtige Geldpolitik weiterzuführen. Sie wird das Zielband für den Dreimonate-Libor, das seit dem 15. Juni 2000 3%–4% beträgt, unverändert belassen und den Dreimonatssatz bis auf weiteres im mittleren Bereich halten. Die Nationalbank sieht von einer erneuten Verschärfung der Geldpolitik ab, weil keine Anzeichen einer längerfristigen Gefährdung der Preisstabilität erkennbar sind. Sie rechnet damit, dass sich das Wirtschaftswachstum mit einem abgeschwächten Tempo fortsetzen wird. Für das Jahr 2001 erwartet sie eine Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts von 2,2%, nach 3,3% im Jahre 2000. Die neuste Inflationsprognose zeichnet nach wie vor ein günstiges Bild der künftigen Teuerungsentwicklung. Im Durchschnitt rechnet die Nationalbank mit einem Anstieg der Teuerung von 1,6% im Jahre 2000 auf 2,1% im Jahre 2001. Im Laufe des Jahres 2002 dürfte die Teuerung wieder unter 2% fallen, also in den Bereich, den die Nationalbank mit Preisstabilität gleichsetzt. Die zu erwartende vorübergehende Abweichung vom Stabilitätsziel ist auf die kräftige konjunkturelle Entwicklung im Jahre 2000 sowie vor allem auf die massive Verteuerung des Erdöls zurückzuführen.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 12)

Nach dem Wachstumsschub im ersten Halbjahr 2000 liessen die Auftriebskräfte im OECD-Raum in der zweiten Jahreshälfte etwas nach. Bremsend wirkten die massiv höheren Erdölpreise sowie die Straffung der Geldpolitik, mit der die Zentralbanken der Industrieländer einer inflationären Überhitzung vorbeugen wollten. Die schweizerische Wirtschaft setzte im dritten Quartal ihre gemächlichere Gangart, die sie im zweiten Quartal eingeschlagen hatte, fort. Im Vorjahresvergleich wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt um 3,6%, nach 3,8% in der Vorperiode. Der Konjunkturaufschwung blieb breit abgestützt. Besonders dynamisch entwickelten sich die Exporte, doch trug auch die Binnennachfrage, insbesondere der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen, zum Wirtschaftswachstum bei. Die Beschäftigung erhöhte sich weiter und die Zahl der Arbeitslosen sank erneut. Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuern sank von Juli bis Oktober um 0,6 Prozentpunkte auf 1,3%. Höhere Wohnungsmieten und erneut stei-

gende Erdölpreise führten im November zu einem Wiederanstieg der Teuerung auf 1,9%. Die Nationalbank liess das Zielband für den Dreimonate-Libor im dritten Quartal unverändert bei 3%–4%. In der Folge blieben die schweizerischen Geldmarktsätze weitgehend stabil. Auch die Rendite eidgenössischer Anleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren veränderte sich nur geringfügig.

Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1999 (S. 40)

Die Kapitalexporte für Direktinvestitionen im Ausland stiegen im Jahre 1999 um 27,2 Mrd. auf 54 Mrd. Franken. Der Kapitalbestand im Ausland wuchs um 21% auf 308 Mrd. Franken. Die Beschäftigung in den ausländischen Tochtergesellschaften und Beteiligungen betrug unverändert 1,61 Mio. Personen. Die Kapitalimporte für Direktinvestitionen in der Schweiz nahmen um 4,1 Mrd. auf 17,1 Mrd. Franken zu. Der ausländische Kapitalbestand erhöhte sich um 25,7% auf 124,6 Mrd. Franken.

Das Auslandvermögen der Schweiz im Jahre 1999 (S. 60)

Das Nettovermögen der Schweiz im Ausland erhöhte sich im Jahre 1999 um 62 Mrd. auf 556 Mrd. Franken. Die Guthaben im Ausland stiegen um 20% auf 1972 Mrd. Franken. Die Verpflichtungen nahmen um 23% auf 1416 Mrd. Franken zu. Entscheidend für das starke Wachstum waren neue Investitionen und die höhere Bewertung der Wertpapiere. Der Anteil der Anlagen in Schweizer Franken betrug bei den Aktiven 15% (Vorjahr: 19%) und bei den Passiven 54% (61%).

Kerninflationen in der Schweiz (S. 66)

In diesem Aufsatz werden zwei verbreitete Verfahren zur Berechnung der Kerninflation dargestellt und Berechnungen mit schweizerischen Quartalsdaten im Zeitraum 1983:1–2000:1 durchgeführt. Es wird gezeigt, dass das Wachstum der Geldmenge M_3 im Allgemeinen enger mit der künftigen Entwicklung der Kerninflation korreliert ist als mit der unbereinigten KPI-Inflation. Einige Definitionen der Kerninflation sind zudem enger mit der künftigen KPI-Inflation korreliert als die KPI-Inflation selber. Ermutigende Ergebnisse ergeben sich vor allem für die als getrimmte Mittelwerte berechneten Kerninflationen. Dabei scheint es jenseits einer gewissen Schwelle keine erhebliche Rolle zu spielen, wie gross der Trimmparameter gewählt wird.

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

L'8 dicembre 2000, d'intesa con il Consiglio federale, la Banca nazionale svizzera ha deciso di mantenere il corso attuale della sua politica monetaria. Nell'immediato, l'istituto d'emissione lascerà perciò invariata la fascia di riferimento per il Libor a tre mesi, compresa tra il 3% e il 4% dal 15 giugno 2000, e manterrà il tasso nella zona centrale di questa fascia. La Banca nazionale rinuncia a restringere ulteriormente il corso della sua politica monetaria, dato che non vi sono attualmente segnali che la stabilità dei prezzi a lungo termine sia in pericolo. La crescita economica proseguirà presumibilmente ad un ritmo più lento. Per il 2001, la Banca nazionale prevede un aumento del prodotto interno lordo reale del 2,2% (2000: 3,3%). Secondo la più recente previsione d'inflazione, l'evoluzione dei prezzi appare favorevole anche per il futuro. In media, la Banca nazionale prevede un aumento del rincaro dall'1,6% del 2000 al 2,1% nel 2001. Nel corso del 2002 ridiscenderà quindi probabilmente al disotto del 2% ossia ad un livello compatibile con la definizione della stabilità dei prezzi. Lo scostamento temporaneo dall'obiettivo di stabilità previsto è dovuto alla vigorosa evoluzione congiunturale nel 2000 e, soprattutto, all'aumento massiccio dei prezzi del petrolio.

Situazione economica e monetaria (p. 12)

Nell'area dell'OCSE, la vigorosa crescita del primo semestre del 2000 si è attenuata nella seconda metà dell'anno. Il forte aumento dei prezzi del petrolio e la stretta monetaria operata dalle banche centrali al fine di prevenire un surriscaldamento inflazionistico hanno esercitato un effetto frenante. L'economia svizzera ha mantenuto, nel terzo trimestre, il ritmo di crescita più moderato che aveva già seguito nel secondo. In confronto al medesimo periodo del 1999, il prodotto interno lordo reale è cresciuto del 3,6%; nel trimestre precedente tale aumento era stato del 3,8%. La ripresa congiunturale ha continuato a godere di un ampio sostegno. Lo sviluppo delle esportazioni è stato particolarmente dinamico, ma la domanda interna ha pure contribuito alla crescita economica, in particolare per quanto riguarda il consumo privato e gli investimenti in beni di produzione. L'occupazione ha continuato a crescere e il numero dei disoccupati si è ulteriormente ridotto. Riferito ai prezzi al consumo, il rincaro annuale è calato di 0,6 punti percentuali da luglio a ottobre, scendendo all'1,3%. In novembre, l'aumento delle pigioni e il rinnovato rincaro del petrolio

hanno portato questo tasso all'1,9%. Nel terzo trimestre, la Banca nazionale ha mantenuto invariata al 3%-4% la fascia di riferimento del Libor a tre mesi. I tassi sul mercato monetario svizzero sono perciò rimasti complessivamente stabili. La rendita delle obbligazioni della Confederazione con una durata residua di dieci anni è variata anch'essa in misura soltanto modesta.

Investimenti diretti nel 1999 (p. 40)

Nel 1999, le esportazioni di capitali per investimenti diretti svizzeri all'estero sono aumentate di 27,2 miliardi a 54 miliardi di franchi. La consistenza dei capitali all'estero è aumentata del 21%, fino a raggiungere 308 miliardi di franchi. Gli effettivi del personale di filiali e partecipazioni all'estero sono rimasti invariati a 1,61 milioni di persone. Le importazioni di capitale per investimenti diretti in Svizzera sono aumentate di 4,1 miliardi a 17,1 miliardi di franchi. La consistenza del capitale estero in Svizzera è salita, con un aumento del 25,7%, a 124,6 miliardi di franchi.

Averi all'estero nel 1999 (p. 60)

Nel 1999, il volume netto degli averi svizzeri all'estero è aumentato di 62 miliardi, salendo a 556 miliardi di franchi. Con un aumento del 20%, gli averi all'estero sono ammontati a 1972 miliardi di franchi. Gli impegni verso l'estero sono cresciuti del 23% a 1416 miliardi. Nuovi investimenti ed una valutazione più elevata dei titoli hanno rappresentato i fattori determinanti di questa forte crescita. La quota degli investimenti denominati in franchi svizzeri è stata del 15% per gli attivi (19% nel 1998) e del 54% per i passivi (61% nel 1998).

L'inflazione soggiacente in Svizzera (p. 66)

Quest'articolo presenta due metodi sovente utilizzati per il calcolo dell'inflazione soggiacente, applicandoli ai dati trimestrali per la Svizzera nel periodo dal primo trimestre del 1983 al primo trimestre del 2000. La crescita della massa monetaria M_3 risulta più strettamente correlata con l'evoluzione futura dell'inflazione soggiacente piuttosto che con la variazione dell'indice dei prezzi al consumo. Appare anche che alcune definizioni dell'inflazione soggiacente sono più strettamente correlate con l'evoluzione futura dell'indice dei prezzi al consumo che non l'inflazione misurata con questo stesso indice. Si ottengono risultati incoraggianti soprattutto per i tassi d'inflazione soggiacente calcolati come medie corrette. Oltre una determinata soglia, la grandezza del parametro di correzione scelto sembra essere irrilevante.

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

On 8 December 2000, the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, decided to adhere to its current monetary policy. It will leave the target range for the three-month Libor rate, which has stood at 3%–4% since 15 June 2000, unchanged and, for the time being, keep the three-month rate in the middle of the target band. Since there are no discernible signs of a long-term threat to price stability, the National Bank refrains from another tightening of monetary policy. It expects that the economy will continue to expand, though at a slower pace. After a growth rate of 3.3% during the current year, it projects real gross domestic product to increase by 2.2% in 2001. The latest inflation forecast still gives a favourable picture of the future inflation trend. On average, the National Bank expects inflation to rise from 1.6% in 2000 to 2.1% in 2001. In the course of 2002, inflation is likely to drop below 2% again, i.e. to a level which the National Bank equates with price stability. The expected temporary deviation from the target of price stability can be explained by the vigorous acceleration of economic activity during the current year and, above all, by the massive rise in oil prices.

Economic and monetary developments (p. 12)

Following a surge of activity in the first half of 2000, the expansive forces in the OECD area weakened somewhat in the second half of the year. The significantly higher oil prices and the tighter monetary policy, with which the central banks of the industrialised countries endeavoured to prevent inflationary overheating, slowed down business activity. In the third quarter, the Swiss economy continued to develop at the more leisurely pace it had adopted in the second quarter. Compared with the previous year, real gross domestic product grew by 3.6% in the third quarter as against 3.8% in the second quarter. The economic upswing remained broadly based. Exports exhibited particularly dynamic development although domestic demand, notably private consumption and plant and equipment expenditure, also contributed to economic growth. Employment continued to rise, and unemployment figures declined once more. Annual inflation measured by consumer prices receded by 0.6 percentage points to 1.3% between July and October. Higher rents and a renewed rise in oil prices caused inflation to move up again to 1.9% in November. The National Bank left the target range for the 3-month

Libor rate unchanged at 3%–4% in the third quarter. Swiss money market rates thus remained stable, on the whole. The yields on Confederation bonds with a residual maturity of 10 years also changed only negligibly.

Direct investment in 1999 (p. 40)

Capital exports for direct investment abroad mounted by Sfr 27.2 billion to Sfr 54 billion in 1999. Capital holdings abroad grew by 21% to Sfr 308 billion. The number of persons employed in foreign subsidiaries and participations was unchanged at 1.61 million. Capital imports for direct investment in Switzerland increased by Sfr 4.1 billion to Sfr 17.1 billion. Foreign capital holdings rose by 25.7% to Sfr 124.6 billion.

Switzerland's investment position in 1999 (p. 60)

Switzerland's net investment position mounted by Sfr 62 billion to Sfr 556 billion in 1999. Foreign assets expanded by 20% to Sfr 1972 billion. Liabilities increased by 23% to Sfr 1416 billion. Of decisive importance for the strong growth were new investments and the higher valuation of securities. 15% (previous year: 19%) of all foreign assets and 54% (61%) of liabilities were held in Swiss francs.

Core inflation in Switzerland (p. 66)

In this paper, two popular measures of core inflation are discussed and calculated using Swiss quarterly data for the 1983:1–2000:1 period. It is shown that the growth rates of the monetary aggregate M_3 are in general more tightly correlated with future movements in core inflation than with unadjusted CPI inflation. Further evidence shows that several definitions of core inflation move closer with future CPI inflation than with CPI inflation itself. The most encouraging results are with the trimmed mean measures of core inflation, yet the size of the cut-off tails does not appear to matter for our findings.

Appréciation de la situation économique et monétaire en fin d'année

Déclarations de Hans Meyer, président de la Direction générale de la Banque nationale suisse, à la conférence de presse que la Direction générale a donnée à Zurich, le 8 décembre 2000.

La Banque nationale a décidé, en accord avec le Conseil fédéral, de poursuivre sa politique monétaire actuelle. Elle laissera inchangée la marge de fluctuation du Libor à trois mois, qui est de 3 à 4% depuis le 15 juin 2000, et maintiendra, jusqu'à nouvel avis, le taux à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation. La Banque nationale ne prévoit pas un nouveau resserrement de sa politique monétaire, car rien n'indique que la stabilité du niveau des prix est menacée à moyen terme.

La plus récente prévision d'inflation (voir graphique) reste sur des perspectives favorables. Pour l'essentiel, elle correspond à l'évolution du renchérissement que nous avons prévue en juin 2000. La correction apportée il y a quelques jours à l'indice suisse des prix à la consommation n'a guère influé sur notre prévision d'inflation. Si la marge de fluctuation du Libor à trois mois est maintenue inchangée, le renchérissement devrait passer légèrement au-dessus de 2% au milieu de 2001, puis retomber sous cette barre au cours de l'année 2002. Nous nous attendons à ce que le renchérissement moyen passe de 1,6% en 2000 à 2,1% en 2001, puis de nouveau à 1,7% en 2003. Un taux annuel d'inflation de 2%, nous l'avons maintes fois souligné, est à la limite supérieure de la zone que nous assimilons à la stabilité des prix. L'écart temporaire qui devrait être observé par rapport à la stabilité des prix est dû à l'évolution vigoureuse de la conjoncture en 2000 et, surtout, à la hausse massive des prix des produits pétroliers. Nous partons de l'idée que ceux-ci diminueront de nouveau au cours de 2001 ou se stabiliseront pour le moins à leur niveau actuel, qui est élevé il est vrai.

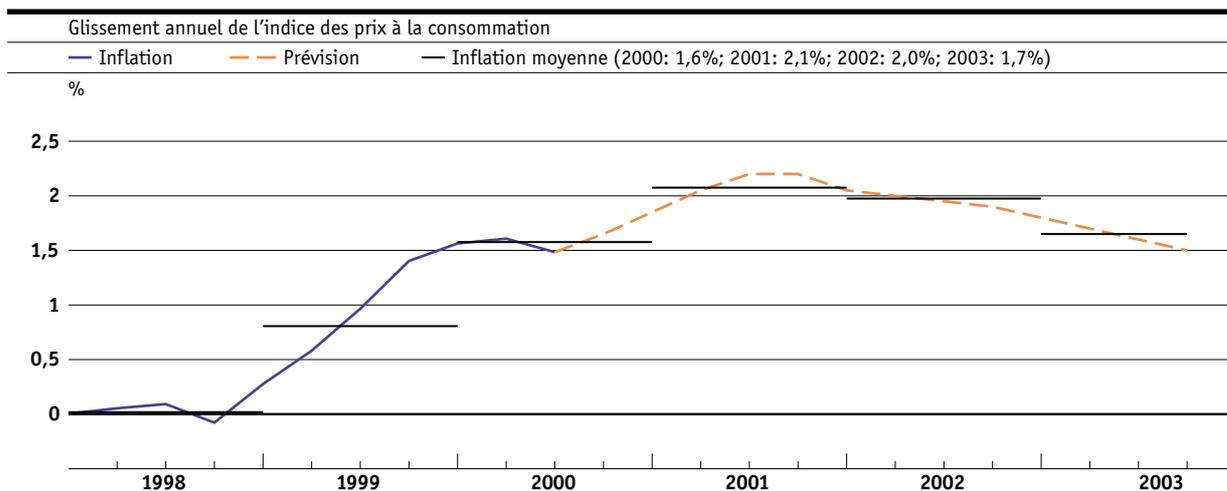
Les pressions à la hausse sur les prix restent modérées. Cela peut surprendre étant donné la bonne conjoncture dont bénéficie l'économie suisse. La forte croissance réelle, qui dure depuis le milieu de 1999, se traduit certes par un manque de personnel qualifié et un accroissement des coûts du travail. En outre, les loyers des logements augmentent, en partie à la suite du récent relèvement des taux hypothécaires. Néanmoins, aucune poussée de renchérissement n'est en vue.

A court terme, l'inflation devrait dépendre principalement de l'évolution de la conjoncture, des cours de change et des prix pétroliers. Nous tablons sur une poursuite de la croissance économique, à un rythme cependant moins soutenu. Nous prévoyons une augmentation du produit intérieur brut réel de 2,2% en 2001, après une expansion de 3,3% en 2000. En 2002, la croissance réelle continuera probablement à fléchir pour s'inscrire à 1,6%. Nous sommes ainsi proches de la moyenne des prévisions faites par les instituts conjoncturels suisses. Le ralentissement attendu de la croissance réduira également le danger d'une surchauffe inflationniste de l'économie suisse. La prévision de croissance réelle repose avant tout sur l'affaiblissement attendu de l'essor de la conjoncture aux Etats-Unis et dans l'Union européenne, affaiblissement qui modérera sans doute la vigueur des exportations suisses. Le resserrement par étapes de la politique monétaire suisse entre l'automne de 1999 et l'été de 2000 contribuera lui aussi à éviter une surchauffe de la conjoncture. Un effet allant dans le même sens résulte du cours réel du franc, pondéré par les exportations, qui a augmenté depuis le printemps de 2000, avant tout face à l'euro. La tendance à moyen terme de l'inflation en Suisse dépend principalement de l'évolution des agrégats monétaires. L'évolution de la masse monétaire M_3 ne laisse pas, elle non plus, présager un danger inflationniste dans le futur. Les crédits bancaires, qui ont tendance à ne progresser que légèrement, nous délivrent un message semblable.

Lors de notre conférence de presse de décembre 1999, nous avons présenté les diverses adaptations apportées à notre stratégie de politique monétaire. Depuis, notre politique monétaire repose sur une prévision d'inflation. Les expériences faites jusqu'ici avec notre stratégie adaptée sont positives. Le fait d'avoir à établir régulièrement une prévision d'inflation nous contraint à examiner attentivement tous les facteurs déterminants de l'évolution future des prix. Il conduit également à une plus grande transparence de la politique monétaire. Nous avons l'intention de rendre autant que possible publiques les analyses servant de fondement à nos prévisions d'inflation. Aussi, dans un proche avenir, publierons-nous plusieurs études qui apporteront des précisions sur nos activités dans ce domaine. Nous recourons à diverses méthodes pour établir nos prévisions d'inflation et de croissance réelle. Les résultats font l'objet de discussions internes et débouchent finalement sur des prévisions consensuelles.

Prévoir l'inflation que nous aurons au cours des trois prochaines années est une tâche difficile. Il est par conséquent inévitable que nos prévisions soient parfois erronées. Nous n'avons pas la prétention d'être infaillibles dans nos pronostics. Nos prévisions d'inflation ont pour but d'expliquer au public les réflexions qui sous-tendent nos décisions de politique monétaire. Des prévisions erronées peuvent fournir de précieux indices sur des évolutions économiques qui requièrent une adaptation de la politique monétaire. Toute banque centrale est confrontée au même problème fondamental: les effets de la politique monétaire ne se manifestent qu'après un laps de temps assez élevé. Si nous voulons sauvegarder la stabilité du niveau des prix, nous devons par conséquent opérer de manière prospective.

Prévision d'inflation avec Libor à 3,5%; décembre 2000



Situation économique et monétaire en Suisse

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

Le rapport a été approuvé le 23 novembre 2000. Autant que possible, il tient compte également des informations publiées après cette date. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières.

1 Environnement international

1.1 Conjoncture

Au second semestre de 2000, l'évolution de la conjoncture est restée favorable dans le monde entier. Toutefois, les impulsions positives se sont quelque peu atténuées dans la zone de l'OCDE, après la forte poussée de croissance du premier semestre. Les prix des produits pétroliers, beaucoup plus élevés, et le resserrement de la politique monétaire que les banques centrales des pays industrialisés ont opéré en vue de prévenir une surchauffe inflationniste ont eu des effets modérateurs. Hors de la zone de l'OCDE, l'évolution économique a gagné en vigueur, notamment dans les pays exportateurs de pétrole.

Dans l'ensemble, il y a de fortes chances que la croissance de l'économie mondiale continue à être robuste, que l'inflation reste relativement modérée et que le chômage marque encore un repli. Certes, l'économie américaine – le principal soutien de la conjoncture jusqu'ici – devrait croître plus lentement que l'année précédente. Mais l'évolution de la conjoncture est toujours favorable en Europe et une nouvelle amélioration se dessine au Japon. En outre, la reprise de la conjoncture devrait également se poursuivre hors OCDE, en particulier dans les pays asiatiques nouvellement industrialisés.

Net ralentissement de la croissance aux Etats-Unis

Au troisième trimestre de 2000, la conjoncture américaine a perdu étonnamment vite de sa vigueur. Selon des estimations révisées, le produit intérieur

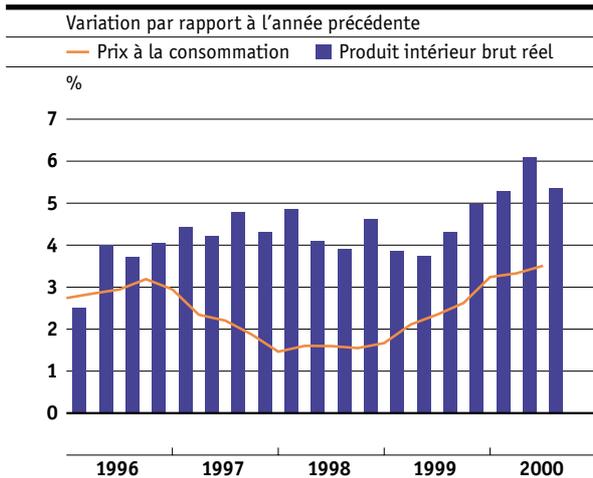
brut réel s'est accru de 2,4% d'un trimestre à l'autre (en taux annualisé) et dépassait de 5,2% le niveau observé un an auparavant. Ce ralentissement a découlé avant tout de la croissance plus lente des investissements, de l'accumulation plus que très faible des stocks et la diminution des dépenses publiques. La consommation privée et les exportations, qui ont toutes deux légèrement augmenté par rapport au trimestre précédent, ont soutenu la conjoncture. L'emploi a continué à progresser jusqu'en octobre, mais à un rythme plus lent. Le taux de chômage s'est maintenu à 3,9%. La situation tendue qui régnait sur le marché du travail s'est traduite par des coûts salariaux croissants.

A la suite de la hausse des taux d'intérêt et des prix des produits pétroliers, l'économie américaine devrait progresser, pendant les prochains trimestres, à un rythme plus lent que ce qui a été observé jusqu'au milieu de l'an 2000. D'importants indicateurs avancés – indice national des directeurs d'achat et indice composite des indicateurs avancés – se sont légèrement repliés durant les mois d'été. Ils restent cependant dans une zone qui annonce une croissance économique robuste.

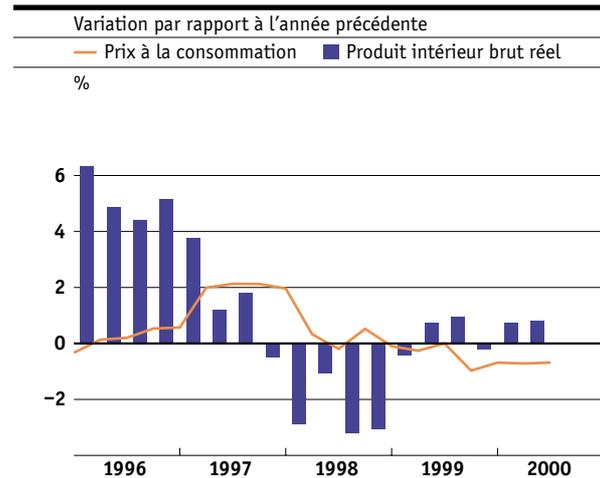
Croissance légèrement plus faible en Europe

Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel de la zone euro a augmenté, au troisième trimestre, un peu moins qu'au deuxième; par rapport à la période correspondante de 1999, il a progressé de 3,4%, contre 3,6% au deuxième trimestre. Dans le même temps, le taux de chômage moyen a continué à diminuer, passant à 9%. La nouvelle hausse que les prix du pétrole ont enregistrée en juillet et en août a fortement désorienté les consumma-

Etats-Unis Graphique 1.1



Japon Graphique 1.2



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

teurs et les entreprises dans certains pays, en particulier en France et en Italie, mais la situation s'est apaisée au cours des mois suivants.

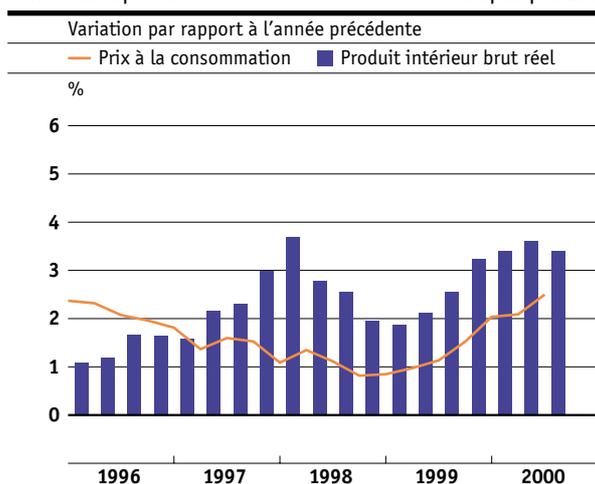
Selon les indicateurs disponibles, la conjoncture a perdu un peu de son dynamisme dans la zone euro. Au troisième trimestre, la croissance de la production industrielle a été moins forte qu'au premier semestre. De plus, il découle des dernières enquêtes menées par l'UE que l'indice de confiance de l'industrie a stagné à son niveau du deuxième trimestre. Quant à la confiance des consommateurs, elle a faibli en été. Mais, comme le climat des affaires, elle reste à un niveau élevé.

Au Royaume-Uni, la croissance du produit intérieur brut réel s'est légèrement ralentie du deuxième au troisième trimestre. En comparaison annuelle, elle était de 2,9%. Dans ce pays également, la confiance moins grande des consommateurs ainsi que le climat moins optimiste dans l'industrie et le secteur des services laissent présager un tassement de la conjoncture.

Lente reprise de la conjoncture au Japon

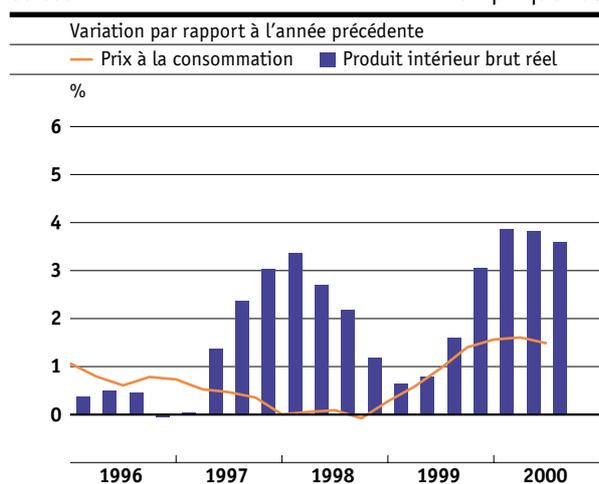
La conjoncture semble reprendre lentement pied au Japon. Soutenue par une demande étrangère ferme, la production industrielle a poursuivi sa progression. Au troisième trimestre, elle dépassait de 5,4% le niveau observé un an auparavant. Bien que la demande intérieure soit restée peu vigoureuse, l'industrie a retrouvé une certaine confiance. Pour la première fois depuis le milieu de 1997, les opinions positives et négatives se sont équilibrées. La situation s'est stabilisée sur le marché du travail: l'emploi a quelque peu augmenté d'un trimestre à l'autre, et le chômage a légèrement diminué.

Union européenne Graphique 1.3



Source: BRI

Suisse Graphique 1.4



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

1.2 Evolution monétaire

Hausse du renchérissement

Au troisième trimestre, l'évolution sur le front des prix a retrouvé un certain calme, après la poussée de renchérissement observée au premier semestre du fait avant tout de l'envolée des prix du pétrole. Dans les sept grands pays industrialisés, le renchérissement annuel – mesuré à l'indice des prix à la consommation – s'établissait à 2,6%, en septembre comme en juin. Il a passé de 3,7% à 3,5% aux Etats-Unis et est resté inchangé à 3,3% au Royaume-Uni. Dans la zone euro par contre, il a augmenté de 0,4 point pour s'inscrire à 2,8%. La légère tendance à la déflation a continué au Japon; en septembre, les prix à la consommation étaient inférieurs de 0,8% à leur niveau du même mois de 1999. En août, le renchérissement sous-jacent – indice des prix à la consommation sans l'alimentation et l'énergie – s'est légèrement accéléré, passant de 1,8% à 1,9% en moyenne des sept grands pays industrialisés et de 1,2% à 1,4% dans la zone euro.

Resserrement de la politique monétaire sur le continent européen

Début octobre, la Banque centrale européenne (BCE) a relevé son taux directeur, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement, d'un quart de point pour le porter à 4,75%. Depuis novembre 1999, elle a ainsi procédé à sept relèvements de ce taux, pour un total de 2,25 points. Par ce durcissement de la politique monétaire, la BCE a voulu empêcher que les pressions à la hausse sur les prix à la consommation – qui provenaient surtout des prix pétroliers et des cours de change de l'euro – ne se transforment en une tendance durable à l'inflation. Elle a également rappelé la croissance toujours vigoureuse de la masse monétaire M_3 et des crédits. En dépit de cette mesure, l'euro a continué à faiblir face au dollar en octobre; la monnaie européenne valait 0,84 dollar à fin octobre, contre 0,95 en juillet. Pour soutenir l'euro, la BCE est intervenue sur les marchés des changes en novembre; en septembre, plusieurs banques centrales – BCE, Réserve fédérale et Banque du Japon notamment – avaient déjà soutenu l'euro par des achats sur les marchés des changes. Jusqu'à mi-novembre, l'euro s'est légèrement redressé par rapport au dollar. Il a profité en particulier du ralentissement de la croissance aux Etats-Unis.

Peu après la hausse décidée par la BCE, la banque centrale du Danemark a porté son taux de l'escompte de 4,5% à 4,75%. Mais elle a laissé son taux directeur (taux de ses avances à deux semaines) à 5,6%; elle l'avait relevé de 0,5 point, à fin septembre, après le refus du peuple danois d'adhérer à la zone euro. Comme la couronne danoise se raffermissait toujours plus face à l'euro, elle a ramené son taux directeur, en plusieurs étapes, à 5,3% jusqu'à fin octobre.

Politique monétaire inchangée aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon

Les banques centrales américaine et britannique ont maintenu leur politique monétaire inchangée; les dernières hausses de leurs taux directeurs remontent ainsi à la mi-mai (6,5% aux Etats-Unis) et en mars (6% au Royaume-Uni). La banque centrale américaine a souligné que la demande globale s'approchait manifestement du potentiel de croissance de l'économie et que les gains de productivité élevés étaient à même d'absorber les hausses de prix. La Banque d'Angleterre a jugé elle aussi qu'aucun danger inflationniste n'était imminent; en particulier, elle a estimé que l'évolution des coûts de la main-d'œuvre n'était pas préoccupante. Le taux de renchérissement qui sert de référence à la Banque d'Angleterre – il ne tient pas compte des coûts hypothécaires – était de 2,3% en septembre, soit inférieur à l'objectif de 2,5%. La Banque du Japon n'a pas non plus modifié sa politique; à mi-août, elle avait abandonné sa politique de taux d'intérêt zéro et fixé à 0,25% le taux de l'argent au jour le jour.

Evolution divergente des taux d'intérêt

Entre juillet et octobre, les taux d'intérêt à long terme ont suivi des tendances divergentes sur les marchés internationaux, mais leurs fluctuations sont restées finalement faibles. Aux Etats-Unis, le rendement des emprunts d'Etat à dix ans a diminué de 0,4 point pour s'inscrire à 5,7%; il s'est maintenu à 5,4% dans la zone euro. Au Royaume-Uni et au Japon par contre, il a augmenté légèrement, passant respectivement à 5,4% et 1,8%.

1.3 Perspectives conjoncturelles

Ralentissement de la croissance en 2001 et en 2002

Dans ses prévisions d'automne¹, l'OCDE table sur un accroissement réel du produit intérieur brut des Etats membres de 3,3% en 2001 et de 3,1% en 2002. Par conséquent, la croissance économique moyenne sera inférieure d'un point environ à celle de l'an 2000 (4,2%). La politique monétaire plus restrictive et, dans une moindre mesure, les prix élevés des produits pétroliers auront des effets modérateurs. L'OCDE estime que le prix du pétrole restera à environ 30 dollars le baril jusqu'au milieu de 2001 et qu'il recu- lera légèrement par la suite.

Les Etats-Unis enregistreront probablement le plus fort ralentissement de la croissance économique. L'OCDE s'attend à une croissance réelle de l'économie américaine de 3,5% en 2001 et de 3,3% en 2002, contre 5,3% en 2000. Pour l'UE, elle prévoit une expansion de 2,9% en 2001 et de 2,7% en 2002, soit environ un demi-point de moins qu'en 2000. La demande étrangère devrait fléchir sous l'effet du dynamisme faiblissant aux Etats-Unis. En revanche, les baisses d'impôts envisagées dans plusieurs pays européens devraient donner de nouvelles impulsions à la demande intérieure. Pour le Japon, l'OCDE escompte une croissance réelle de 2,4% en 2001 et de 2% en 2002.

Cette évolution toujours favorable de la conjoncture s'accompagnera, en Europe surtout, d'une nouvelle et légère amélioration de la situation sur le marché du travail. L'OCDE prévoit que le taux moyen de chômage de l'UE s'établira à 7,1% en 2002, d'où un repli de 1,1 point; par contre, le taux devrait quel- que peu augmenter aux Etats-Unis.

Au cours des deux prochaines années, le ren- chérissement – mesuré à l'indice implicite de prix à la consommation – devrait se maintenir à 2% dans la zone de l'OCDE.

Prévisions établies par l'OCDE

Tableau 1

	Croissance économique ²			Renchérissement ³			Taux de chômage ⁴		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Union européenne	3,3	2,9	2,7	2,1	2,4	2,3	8,2	7,6	7,1
Allemagne	3,0	2,7	2,4	1,4	1,5	1,6	7,5	6,7	6,0
France	3,2	2,6	2,3	1,8	2,4	2,8	9,8	8,8	8,0
Royaume-Uni	3,0	2,6	2,3	1,5	2,4	2,3	5,5	5,4	5,5
Italie	2,7	2,5	2,7	2,8	2,9	2,5	10,8	10,2	9,6
Etats-Unis	5,3	3,5	3,3	2,4	2,2	2,4	4,1	4,3	4,5
Japon	2,0	2,4	2,0	-0,5	-0,1	-0,1	4,7	4,6	4,6
Suisse	3,2	2,4	2,0	1,7	1,8	1,7	2,0	1,8	1,8
OCDE	4,2	3,3	3,1	1,9	2,0	2,0	6,2	6,0	5,9

1 Etat à fin octobre 2000

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

3 Indice implicite de prix à la consommation, variation en % par rapport à l'année précédente; OCDE: sans les pays à forte infla- tion

4 En % de la population active
Source: Perspectives économi- ques de l'OCDE, octobre 2000

2 Evolution monétaire

2.1 Taux d'intérêt

Stabilité des taux à court terme et ...

La marge de fluctuation du taux interbancaire à trois mois (Libor), fixée entre 3% et 4% par la Banque nationale, est restée inchangée au troisième trimestre et en octobre. Sa dernière adaptation – une hausse d'un demi-point – remonte au 15 juin 2000.

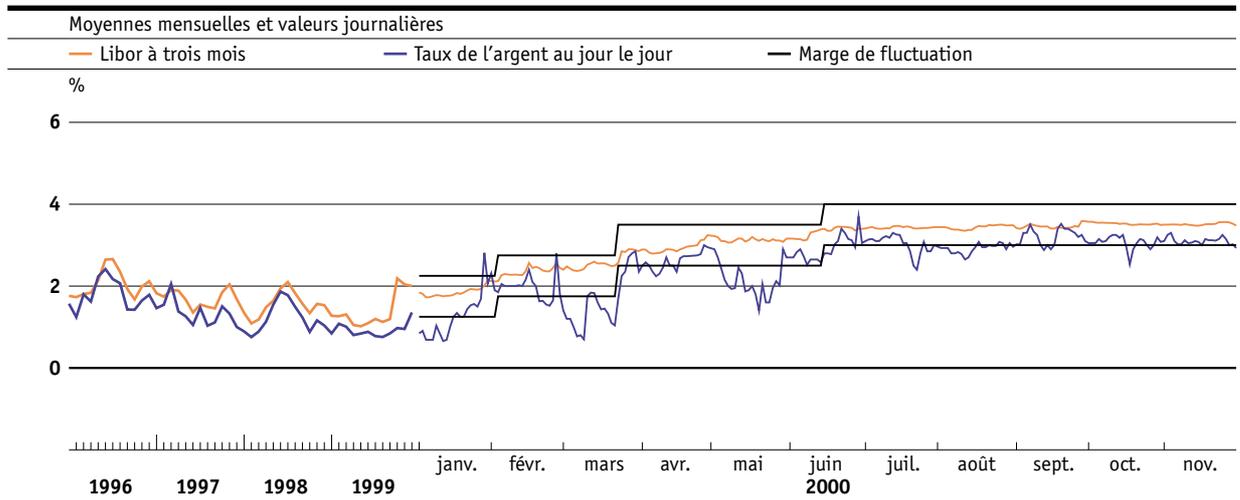
Le cap de la politique monétaire n'ayant pas été modifié, les taux d'intérêt suisses à court terme sont restés généralement stables entre juillet et octobre. Le taux de l'argent au jour le jour a marqué une très légère tendance à la hausse; en moyenne mensuelle, il s'inscrivait à 3,1% en octobre, contre 3% en juillet. Le 28 septembre, le Libor à trois mois a fait un bond de 14 points de base pour atteindre 3,6%. Son augmentation s'explique par le fait que les dépôts à trois mois conclus à partir de cette date seront remboursés après l'échéance annuelle, pour laquelle les opérateurs sur les marchés s'attendent à une hausse temporaire des taux d'intérêt. En octobre, la prime due à l'échéance annuelle était de dix points de base environ. Abstraction faite de cette prime, le Libor à trois mois s'établissait à 3,4% en octobre, soit à son niveau de juillet; il était aussi très proche du centre de sa marge de fluctuation.

Entre juillet et octobre, les taux d'intérêt étrangers n'ont pas évolué uniformément. Les taux américains sont restés presque inchangés, alors que la BCE et la Banque du Japon ont relevé leurs taux directeurs. Par conséquent, l'écart a diminué entre les rémunérations des dépôts en francs et en yens, mais augmenté entre celles des dépôts en euros et en francs. En moyenne du mois d'octobre, le Libor pour les dépôts à trois mois en francs était inférieur de 3,3 points à celui du dollar et de 1,5 point à celui de l'euro, mais supérieur de 3 points à celui du yen japonais. Comme les Libor à trois mois pour les dépôts en dollars, en euros et en francs ont augmenté dans la même mesure le 28 septembre, la prochaine échéance annuelle n'a guère influé sur les écarts entre les rémunérations servies sur les dépôts à trois mois libellés dans ces trois monnaies.

... des rendements obligataires

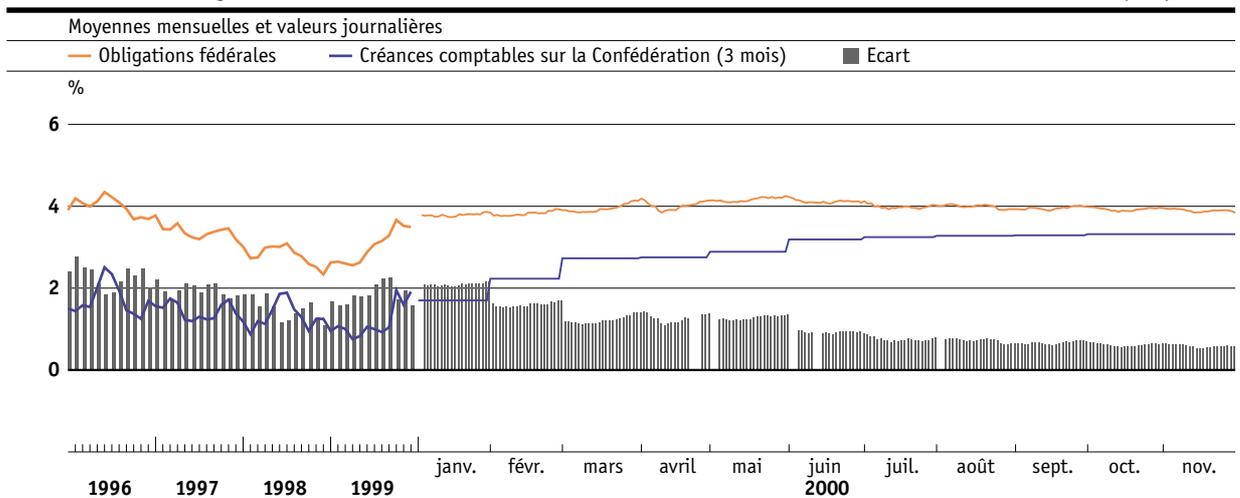
Le rendement des emprunts de la Confédération ayant une durée résiduelle de dix ans n'a guère varié entre juillet et octobre. Il s'inscrivait à 3,9% à fin octobre, contre 4% à fin juin. Ainsi, l'écart par rapport au rendement à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération est resté largement inchangé (0,6 point).

Les différences entre les rendements des emprunts publics étrangers et suisses ayant une durée résiduelle de dix ans ont évolué de la même manière que les écarts observés sur le marché monétaire. Les écarts entre les rendements des obligations de la Confédération et ceux des emprunts publics américains et japonais ont diminué, alors que la différence entre les rendements en Suisse et dans la zone euro s'est creusée. A fin octobre, les rendements des emprunts de la Confédération étaient inférieurs de 1,8 point à ceux des emprunts d'Etat américains et de 1,5 point à la moyenne des emprunts publics des pays de la zone euro, mais supérieurs de 2,1 points aux rendements des titres émis par l'Etat japonais.



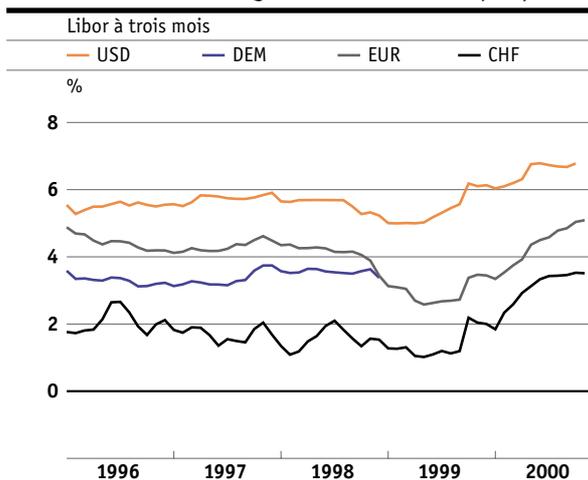
Rendement des obligations et structure des taux d'intérêt

Graphique 2.2



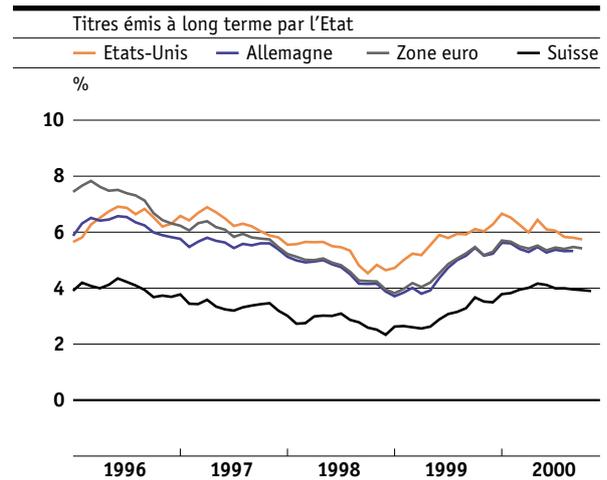
Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 2.3



Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 2.4



Source pour graphiques 2.1 et 2.3: BNS

Graphique 2.2: Obligations fédérales: le rendement moyen est calculé d'après l'échéance finale ou d'après la date de remboursement anticipé le plus proche, selon que les cours sont inférieurs ou supérieurs au cours auquel un remboursement anticipé peut être demandé. Créances comptables sur la Confédération:

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

Graphique 2.4: Etats-Unis: rendement, sur le marché secondaire, des titres à 10 ans d'échéance du Trésor américain; Allemagne: rendement d'obligations fédérales, cotées en bourse, à 10 ans d'échéance; Suisse: rendement moyen d'obligations fédérales; voir graphique 2.2. Source: BRI

Hausse des taux hypothécaires

Les taux hypothécaires ont continué à augmenter entre juillet et octobre. La hausse, limitée avant tout aux taux des nouvelles hypothèques au deuxième trimestre, s'est étendue aux conditions appliquées aux anciennes hypothèques au troisième trimestre et en octobre. Entre début juillet et début novembre, les banques cantonales ont porté de 4,18% à 4,41% le taux moyen des anciennes hypothèques et de 4,36% à 4,44% celui des nouvelles hypothèques. En outre, les banques cantonales ont relevé de 1,4% à 1,55% la rémunération moyenne des dépôts d'épargne, mais maintenu inchangée celle des obligations de caisse. Pour de nombreuses banques, ces fonds traditionnels suffisent de moins en moins à financer les opérations hypothécaires. C'est pourquoi, elles recourent davantage à des fonds plus onéreux, notamment à des crédits interbancaires.

Hausse des actions jusqu'en août

Après leur léger tassement en janvier, les indices boursiers suisses ont progressé continuellement entre février et août. Leur tendance s'est de nouveau inversée en septembre et en octobre. De ce fait, le Swiss Performance Index (SPI) ne dépassait plus, à fin octobre, que de 11% son niveau de fin décembre 1999.

Le repli des cours des actions en septembre et en octobre ne s'est pas limité à la Suisse. Les indices boursiers ont reculé dans tous les grands pays industrialisés. La chute a été particulièrement forte du côté des titres technologiques et de ceux des télécommunications. Alors que la baisse des valeurs technologiques avait été accompagnée, en avril et en mai, d'une hausse des actions des sociétés financières et pharmaceutiques, le mouvement de repli s'est étendu à presque tous les secteurs en septembre et en octobre. L'incertitude a découlé surtout des prix des produits pétroliers et des perspectives en matière de taux d'intérêt aux Etats-Unis.

2.2 Cours de change

Faiblesse de l'euro

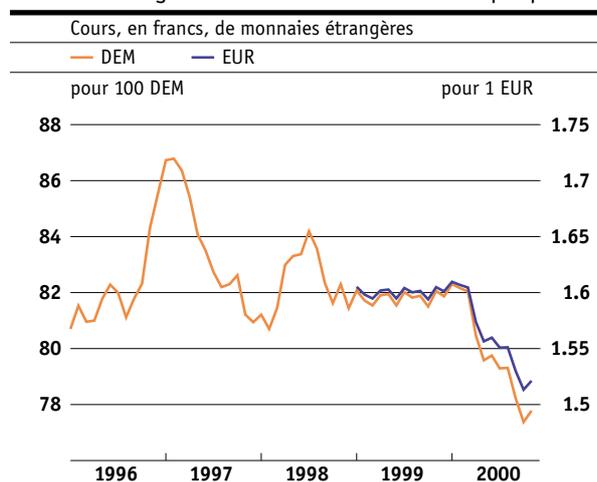
Entre juillet et novembre, les marchés des changes ont été marqués par la faiblesse prononcée de l'euro. En dépit des perspectives conjoncturelles favorables de la zone euro, les flux de capitaux ont continué à se diriger vers les Etats-Unis et les marchés ont montré peu de confiance dans la monnaie unique européenne. Les interventions concertées des banques centrales en septembre et le relèvement du taux directeur de la BCE au début d'octobre sont restés presque sans effets. Au début de novembre, la BCE a procédé à de nouveaux achats de soutien, et l'euro s'est légèrement redressé. A fin novembre, l'euro valait 0,87 dollar, d'où une baisse de 8,7% par rapport à son cours du début du troisième trimestre. Il a faibli également vis-à-vis de la livre sterling (-3%) et du yen japonais (-4,9%).

Raffermissement du franc par rapport à l'euro à partir de septembre

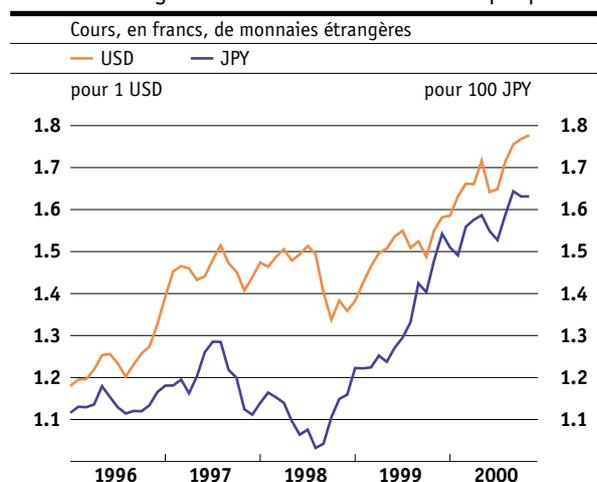
Comme l'euro, le franc a faibli face au dollar au troisième trimestre. Après avoir suivi une évolution semblable à celle de l'euro jusqu'en août, il s'est raffermi à partir de septembre. L'euro valait 1,51 franc à fin novembre, ce qui traduit une revalorisation du franc de 3,1% depuis le début du troisième trimestre. Par rapport au dollar, le franc est resté tendanciellement faible; en octobre, il fallait 1,82 franc pour acquérir un dollar, soit un niveau qui n'avait plus été observé depuis de nombreuses années. Le franc s'est ensuite redressé, et le dollar valait 1,73 franc à fin novembre.

En novembre, le cours nominal du franc, pondéré par les exportations, était inférieur de 0,3% à son niveau de juillet. Après correction des écarts d'inflation, le cours du franc, pondéré par les exportations, a regagné 0,3% entre juillet et novembre; il dépassait alors de 1% le niveau observé un an auparavant.

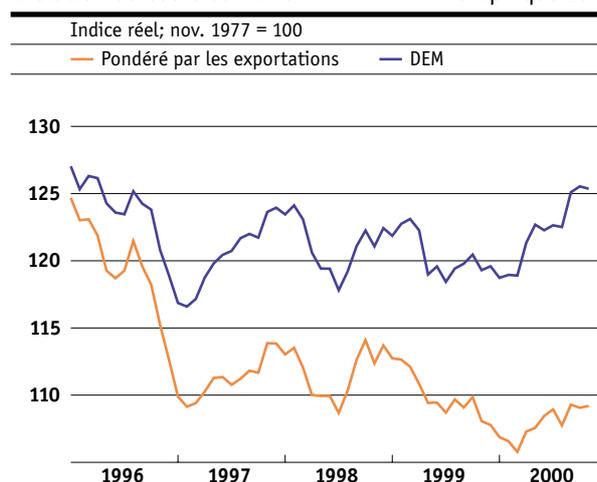
Cours de change Graphique 2.5



Cours de change Graphique 2.6



Evolution du cours du franc Graphique 2.7



Source pour graphiques 2.5 à 2.7: BNS

2.3 Agrégats monétaires

Faible croissance de la monnaie centrale

Au cours des dix premiers mois de cette année, la monnaie centrale désaisonnalisée a marqué une tendance au tassement. Après l'échéance annuelle 1999/2000, caractérisée par une demande de liquidités extrêmement forte, elle a diminué mois après mois, sauf en juin et en septembre. Par conséquent, sa progression en comparaison annuelle était de 0,7% seulement en octobre.

En données corrigées des variations saisonnières, les billets en circulation, qui représentent 90% de la monnaie centrale, ont atteint leur niveau le plus bas de l'année en mai; par la suite, ils se sont remis à augmenter légèrement. En octobre, ils dépassaient de 2,2% le niveau observé un an auparavant. Leur croissance a découlé une fois encore de la demande de coupures de mille francs. Les autres coupures, dont l'évolution est normalement en corrélation assez étroite avec celle du produit intérieur brut, n'ont pas contribué à l'expansion des billets en circulation au cours des douze derniers mois.

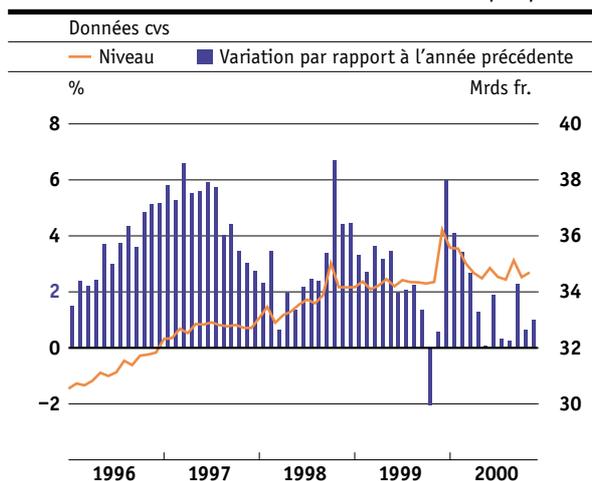
La seconde composante de la monnaie centrale, les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale, a enregistré elle aussi de fortes fluctuations pendant la période examinée. Après de sensibles accroissements saisonniers en juin et en septembre, les avoirs en comptes de virements se sont chaque fois repliés rapidement. En moyenne du troisième trimestre, ils étaient inférieurs de 11% à leur niveau de la période correspondante de 1999. En octobre, leur recul atteignait 16,2% en comparaison annuelle.

Repli de M_3 en un an

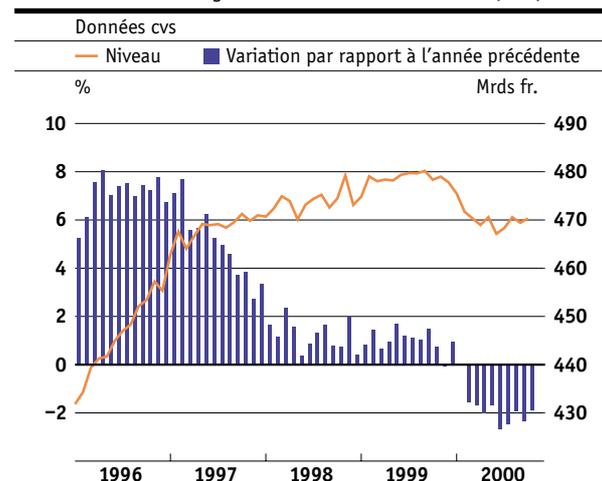
Après avoir diminué constamment, d'un trimestre à l'autre, du quatrième trimestre de 1999 au deuxième de 2000, l'agrégat monétaire au sens large M_3 a de nouveau augmenté quelque peu. Sa progression par rapport au deuxième trimestre est cependant restée modeste (0,2%). En comparaison annuelle, M_3 a fléchi de 2,1% au troisième trimestre. Son évolution n'annonce pas une accélération du renchérissement à long terme.

Des transferts ont été observés, au troisième trimestre également, entre les diverses composantes de M_3 . Ainsi, les dépôts d'épargne, les dépôts à vue et les comptes de transactions ont diminué, alors que les dépôts à terme se sont accrus. Ces mouvements traduisent la réaction des investisseurs à la hausse des taux d'intérêt, en juin, sur le marché monétaire. La masse monétaire M_1 , qui est constituée du numéraire en circulation, des dépôts à vue et des comptes de transactions, a fléchi de 5% en l'espace d'un an. Quant à M_2 , soit M_1 et les dépôts d'épargne, elle a reculé de 7,3% pendant le même laps de temps.

Monnaie centrale Graphique 2.8



Masse monétaire M_3 Graphique 2.9



Source pour graphiques 2.8 et 2.9: BNS

Monnaie centrale

Tableau 2

	1998	1999	2000							
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	septembre	octobre	novembre
Billets en circulation ¹	29,6	30,8	30,2	31,9	32,1	31,3	31,0	31,0	31,0	31,2
Variation ²	1,9	4,2	3,2	5,8	4,8	2,7	2,7	2,5	2,2	1,0
Avoirs en comptes de virements ¹	4,1	3,7	3,6	3,4	3,4	3,3	3,2	3,5	2,9	3,2
Variation ²	9,4	-9,2	-9,3	-23,7	-14,4	-11,5	-11,0	1,5	-16,2	-1,1
MC ^{1,3}	33,6	34,5	33,9	35,4	35,5	34,6	34,3	34,5	33,9	34,3
MCD ^{1,4}	33,7	34,5	34,4	35,0	35,4	34,7	34,7	35,1	34,5	34,7
Variation ²	3,0	2,4	1,9	1,5	3,4	1,1	1,0	2,3	0,7	1,0

Agrégats monétaires au sens large⁵

Tableau 3

	1998	1999	1999		2000					
			3e trim.	4e trim.	1er trim. ^p	2e trim. ^p	3e trim. ^p	août ^p	septembre ^p	octobre ^p
Numéraire en circulation	1,4	3,4	2,9	4,3	3,6	2,5	2,5	2,4	2,5	2,1
Dépôts à vue	11,2	11,2	14,7	7,4	0,7	-5,6	-8,8	-7,8	-8,6	-7,1
Comptes de transactions	6,5	7,0	9,1	8,0	6,2	0,7	-2,4	-3,0	-2,4	-3,3
M₁	8,0	8,6	11,0	7,2	3,1	-2,3	-5,0	-4,7	-4,9	-4,5
Dépôts d'épargne	-0,8	-2,5	-1,7	-3,3	-6,0	-8,4	-9,7	-9,4	-10,4	-10,8
M₂	3,3	2,9	4,5	1,9	-1,4	-5,3	-7,3	-7,0	-7,6	-7,5
Dépôts à terme	-8,2	-8,3	-13,9	-6,1	1,0	16,0	26,9	27,4	28,0	31,9
M₃	1,2	1,0	1,3	0,6	-1,0	-2,0	-2,1	-1,8	-2,3	-1,7

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

2 En % par rapport à l'année précédente

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

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

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

p Chiffres provisoires

2.4 Crédits et marché des capitaux

Ralentissement de la croissance des crédits en Suisse

Les crédits accordés par les banques à des débiteurs suisses se sont repliés, après une phase de croissance qui a duré jusqu'en mars. A fin septembre, ils dépassaient de 1,9% seulement le niveau observé un an auparavant. Dans leur évolution, les créances sur la clientèle – sans garantie hypothécaire – ont joué un rôle déterminant. Ces créances, qui sont relativement sensibles aux fluctuations de la conjoncture ont fortement augmenté jusqu'en mars, puis de nouveau diminué. Les créances hypothécaires réagissent moins aux variations de la conjoncture. Elles ont par conséquent évolué de manière relativement stable. A fin septembre, le taux annuel de croissance des créances sur la clientèle non garanties par hypothèque ne dépassait que faiblement celui des créances hypothécaires (2,5%, contre 1,7%).

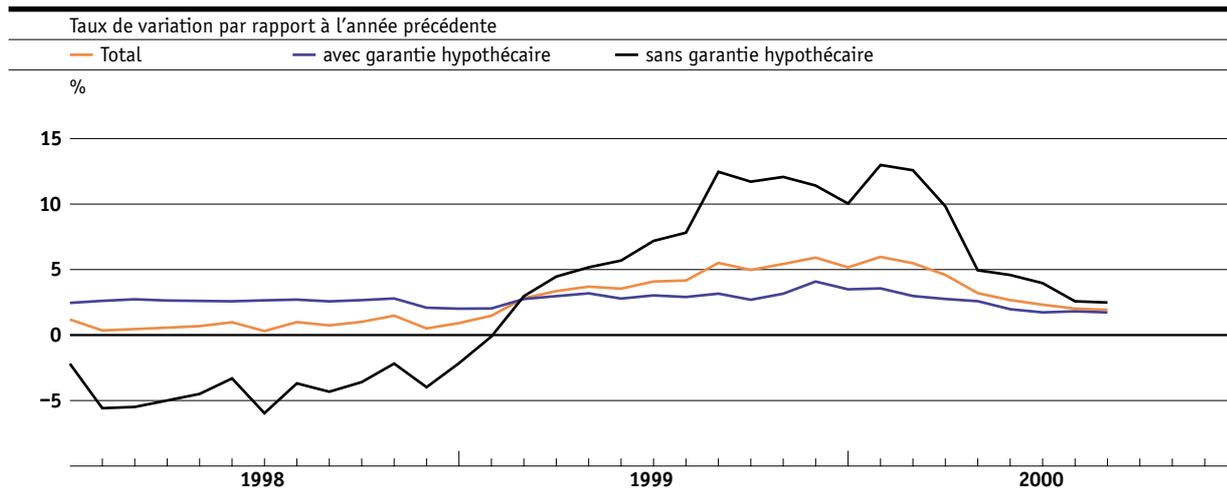
Ecarts substantiels entre les catégories de banques

La répartition des établissements bancaires par catégories montre que les crédits accordés par les grandes banques ont diminué à partir de fin 1999 et que leur repli a duré jusqu'en juillet. En revanche, les prêts octroyés par les banques des autres catégories ont continué à progresser. Leur croissance a été très modérée dans les banques cantonales et régionales, mais vigoureuse dans la catégorie des autres banques, qui comprend les Banques Raiffeisen.

Dans le segment des créances sur la clientèle non garanties par hypothèque, seules les banques cantonales ont encore accru leurs prêts entre juillet et septembre; jusqu'au printemps de 2000, les grandes banques et la catégorie des autres banques avaient fortement contribué à la croissance de ces créances. Depuis le début des années nonante, les banques régionales sont devenues prudentes et ont continué, au troisième trimestre, à réduire leurs crédits non garantis par hypothèque au profit des créances hypothécaires.

Créances sur la clientèle suisse

Graphique 2.10



Les banques cantonales, qui avaient accru leurs créances hypothécaires jusqu'en mai, les ont réduites légèrement ces derniers mois. Dans les grandes banques, les créances hypothécaires ont diminué entre début 1998 et fin 1999, puis se sont stabilisées. Les banques régionales ont été les seules à accroître encore leurs créances hypothécaires entre juillet et septembre.

Forte activité sur le marché des capitaux

Sur le marché suisse des émissions, l'activité est restée forte au troisième trimestre. Des actions et emprunts obligataires suisses ont été émis pour un montant correspondant à celui du deuxième trimestre. Les remboursements ayant diminué, le prélèvement net a quelque peu augmenté (+0,6 milliard de francs). Il atteignait 5,3 milliards de francs, soit le double du chiffre du troisième trimestre de 1999. De ce montant, 4,2 milliards de francs revenaient aux emprunts obligataires et 1,2 milliard aux actions.

Le recours net au marché suisse des capitaux par les emprunts obligataires de débiteurs étrangers s'est chiffré à 6,2 milliards de francs au troisième trimestre. Il dépassait de 2,5 milliards de francs le résultat du trimestre précédent et de 1 milliard celui de la période correspondante de 1999.

Le prélèvement net opéré sur le marché suisse des capitaux par les émissions suisses et étrangères a atteint 11,5 milliards de francs. Il a augmenté de plus de 3 milliards de francs par rapport à la période précédente et de presque 4 milliards par rapport au troisième trimestre de 1999. Les émissions ont porté sur des emprunts ordinaires («straights»). Dans le compartiment suisse, plus de la moitié des emprunts émis étaient assortis d'échéances longues, ce qui s'explique principalement par la politique de la Trésorerie fédérale. Dans le compartiment étranger en revanche, les échéances courtes et moyennes ont dominé.

Recours au marché des capitaux en milliards de francs

Tableau 4

	1998	1999	1999		2000		
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Emprunts et actions, total							
Valeur d'émission ¹	83,1	75,7	16,4	13,9	21,8	20,6	23,8
Conversions/remboursements	35,8	40,9	8,7	11,5	15,8	12,1	12,3
Recours net	47,3	34,8	7,7	2,4	6,0	8,5	11,5
Emprunts obligataires suisses							
Valeur d'émission ¹	30,3	28,7	5,9	5,3	11,5	10,0	9,3
Conversions/remboursements	16,0	19,1	2,9	4,7	7,8	5,7	5,2
Recours net	14,3	9,6	3,0	0,6	3,7	4,4	4,2
Actions suisses							
Valeur d'émission ¹	11,3	5,0	0,6	1,2	1,8	2,3	3,1
Remboursements	3,6	2,6	1,2	0,3	0,9	2,0	1,9
Recours net	7,8	2,4	-0,5	0,8	0,9	0,4	1,2
Emprunts obligataires étrangers²							
Valeur d'émission ¹	41,5	42,0	9,9	7,4	8,4	8,3	11,4
Remboursements	16,2	19,2	4,7	6,4	7,1	4,5	5,2
Recours net ³	25,3	22,7	5,2	1,0	1,4	3,7	6,2

1 Selon la date de libération

2 Sans les emprunts en monnaies étrangères

3 Sans les conversions

3 Demande globale et production

3.1 Produit intérieur brut et production industrielle

Croissance économique modérée

Au troisième trimestre de 2000, l'économie suisse a conservé l'allure plus modérée qu'elle avait prise au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 2% par rapport au trimestre précédent; en comparaison annuelle, la croissance économique s'est ralentie, passant de 3,8% à 3,6%. L'essor conjoncturel reposait toujours sur une large assise. Les exportations ont continué à faire preuve de dynamisme. La demande intérieure, en particulier la consommation privée et les investissements en biens d'équipement, a contribué elle aussi à la croissance économique.

Situation toujours bonne dans l'industrie

Les enquêtes mensuelles que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a effectuées entre juillet et octobre donnent une image toujours favorable de l'industrie. Les entreprises ont, en nette majorité, porté un jugement favorable sur la marche des affaires. Néanmoins, les signes annonçant que la conjoncture avait atteint son apogée au cours de l'été de 2000 se sont multipliés. Les entrées de commandes et la production ont progressé plus lentement qu'au deuxième trimestre, et cela aussi bien par rapport à la période précédente qu'en comparaison annuelle. En outre, les carnets de commandes, qui sont toujours considérés comme bien remplis, étaient également un peu moins garnis qu'au trimestre précédent. Enfin, les stocks de produits finis ont de nouveau augmenté quelque peu, malgré une légère réduction du rythme de production.

Produit intérieur brut

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

Tableau 5

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

Sources: OFS et Secrétariat d'Etat à l'économie (seco)

Vigoureuse expansion de l'industrie d'exportation

Jusqu'ici, le léger affaiblissement de la conjoncture n'a été perceptible que dans l'industrie axée essentiellement sur le marché intérieur. La marche des affaires dans ce secteur a marqué une légère détérioration entre juillet et octobre, et la production a progressé plus lentement qu'à la période précédente. En revanche, la marche des affaires des branches à vocation exportatrice, qui atteignait déjà un niveau très élevé, a continué à s'améliorer. Mais des signes de ralentissement ont commencé à apparaître dans ce secteur également. Par rapport à la période précédente, les entrées de commandes ont augmenté un peu plus lentement. Les carnets de commandes étaient en revanche toujours aussi élevés, et les stocks de produits finis, toujours aussi bas. Par conséquent, la production devrait encore s'accroître au cours des prochains mois.

Perspectives favorables pour l'industrie

Les indicateurs avancés, tels que les prévisions en matière de commandes, de production et d'achats de produits intermédiaires, annoncent une nouvelle hausse de la production industrielle. Si l'industrie axée surtout sur le marché intérieur table sur la poursuite d'une expansion modérée, l'industrie d'exportation s'attend à un ralentissement de la forte expansion de ses ventes.

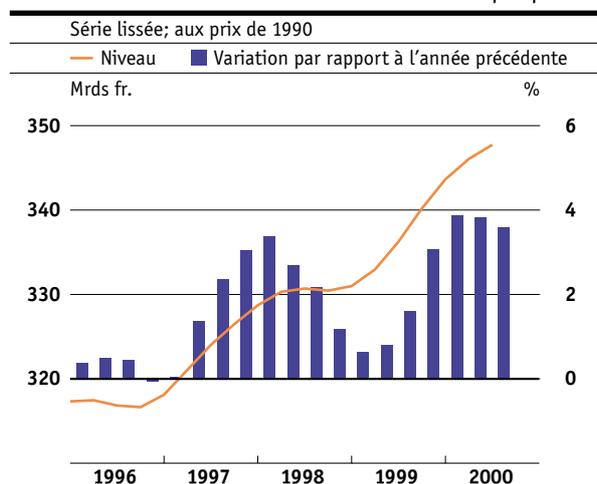
PIB: prévisions pour les années 2001 et 2002

Après la reprise étonnamment forte de la conjoncture en l'an 2000, les instituts suisses de recherches conjoncturelles prévoient, pour 2001, une croissance économique moins vive, mais reposant toujours sur une large assise¹. Selon les prévisions publiées entre fin septembre et début novembre, l'économie suisse devrait croître de 2,3% l'an prochain, après un pronostic d'expansion de 3,2% pour 2000; la Banque nationale table, pour 2001, sur une croissance réelle de 2,2%. Le ralentissement de l'essor des exportations – l'expansion devrait passer de près de 9% en 2000 à 5% en 2001 – jouera un rôle important. La demande intérieure devrait augmenter de 2,1%, soit d'un demi-point de moins qu'en 2000; tant la consommation privée que les investissements continueront à soutenir la conjoncture. En 2002, la croissance réelle devrait encore faiblir pour s'inscrire à 1,8%; la BNS s'attend à un rythme de 1,6%. Compte tenu de l'incertitude considérable liée à une prévision à deux ans, ses valeurs extrêmes (1,3% et 2,1%) sont plus éloignées que celles de la prévision à un an².

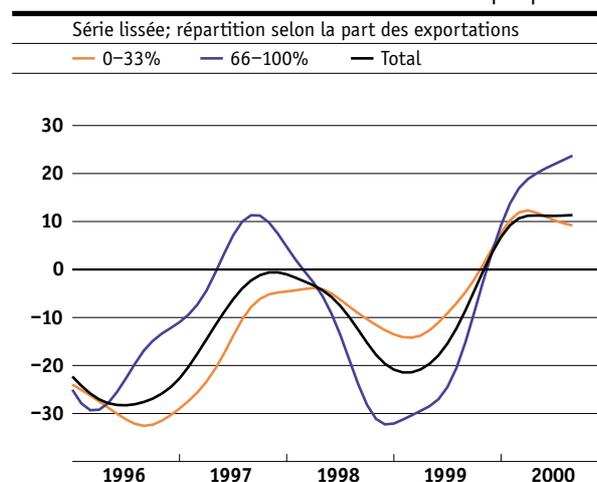
1 Il s'agit ici des valeurs moyennes des prévisions des centres de recherches conjoncturelles suivants: KOF/EPFZ Zurich, BAK Bâle, Créa Lausanne, Commission pour les questions conjoncturelles, UBS, CS, Banque cantonale de Zurich (BCZ), BEC (Business Economist Consensus) et OCDE.

2 L'écart moyen par rapport à la valeur moyenne de la prévision est de 0,1 point pour 2001 et de 0,3 point pour 2002.

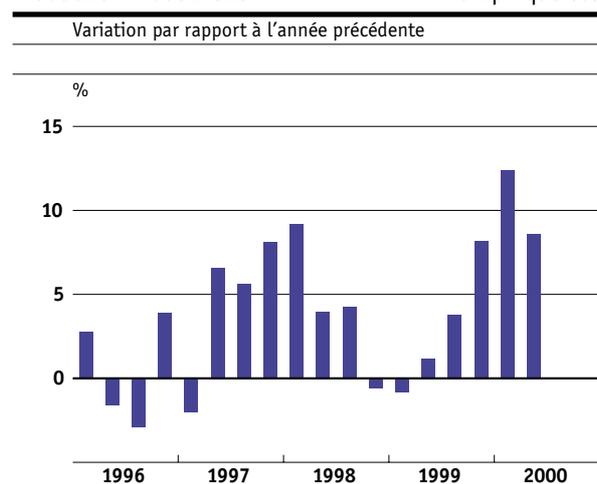
Produit intérieur brut Graphique 3.1



Marche des affaires dans l'industrie Graphique 3.2



Production industrielle Graphique 3.3



Graphique 3.1: Estimations trimestrielles, annualisées. Source: seco

Source pour graphique 3.3: OFS

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

3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes

Croissance plus lente des exportations

Au troisième trimestre, la vigoureuse croissance des exportations s'est poursuivie¹. En données corrigées des jours ouvrables, les exportations réelles de biens dépassaient de 10,7% le niveau observé un an auparavant, après avoir marqué une progression de 7,1% au trimestre précédent.²

Forte augmentation des exportations de biens d'équipement et de produits semi-finis

La reprise des investissements en Europe a stimulé en particulier la demande de biens d'équipement suisses. Les livraisons de tels biens se sont accrues de 15,1% en volume, soit à un rythme nette-

ment supérieur à celui de la période précédente. Les exportations de produits semi-finis et de matières premières ont elles aussi continué à augmenter vigoureusement. L'essor des exportations de biens de consommation a toutefois faibli pour s'inscrire à 6%.

Vigoureuse demande des pays hors de la zone de l'OCDE

La répartition géographique montre que les exportations (nominales) vers les pays en développement ont tout particulièrement gagné en vigueur; elles ne représentent cependant que 7% de l'ensemble des exportations suisses. Au troisième trimestre, les exportations nominales ont dans l'ensemble progressé de 15% en comparaison annuelle. Les seules ventes aux pays en développement se sont accrues de 31%, après une hausse de 12% au premier semestre; quant aux livraisons aux pays de l'OPEP, elles ont

Exportations, selon l'utilisation des marchandises, en termes réels³

Variation en % par rapport à l'année précédente⁴

Tableau 6

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

Importations, selon l'utilisation des marchandises, en termes réels³

Variation en % par rapport à l'année précédente⁴

Tableau 7

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

1 Après une interruption de plusieurs mois, la Direction générale des douanes fournit de nouveau, pour le commerce extérieur, des chiffres déflatés sur la base des valeurs moyennes. Cette méthode sera remplacée ultérieurement par une autre.

2 Les données corrigées des jours ouvrables sont commentées ci-après. Le troisième trimestre de 2000 ayant compté deux jours ouvrables de plus que le trimestre correspondant de 1999, les taux de croissance du commerce extérieur, en données corrigées des jours ouvrables, s'inscrivent au moins 3 points au-dessus des taux officiels figurant dans les tableaux 6 et 7 ainsi que dans le graphique 3.5.

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

4 Données non corrigées des jours ouvrables

5 Chiffres révisés
Source: Direction générale des douanes fédérales

enregistré une expansion de 41%. La croissance des ventes aux pays nouvellement industrialisés et aux pays en transition est restée également forte, mais les exportations vers les pays de l'UE ont de nouveau évolué à un rythme modéré (10,6%); elles se sont cependant accélérées elles aussi par rapport au premier semestre. La demande en provenance des Etats-Unis a continué à fournir un important soutien aux exportations (19%); cette constatation s'applique aussi, quoique dans une moindre mesure, aux livraisons à destination du Japon, qui affichent des taux de croissance à deux chiffres depuis un an.

Croissance moins rapide des importations

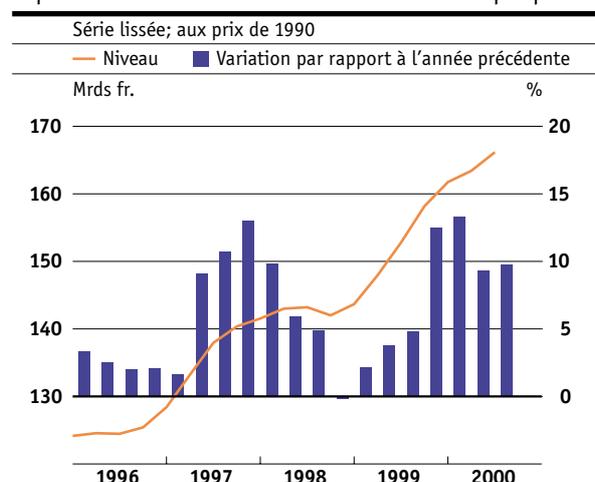
En volume et après correction des jours ouvrables, les importations de biens dépassaient de près de 6%, au troisième trimestre, le niveau observé un an auparavant (deuxième trimestre: 9,2%). Ce sont surtout les importations de biens d'équipement qui ont perdu de la vigueur; en comparaison annuelle, elles ont augmenté de 4,4% seulement, après une expansion de 13,7% au deuxième trimestre. Le tassement a été un peu moins marqué du côté des importations de biens de consommation (4,5%, contre 7,8% au deuxième trimestre). En revanche, les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis se sont accrus de 11,7%, soit davantage qu'au deuxième trimestre. La progression des importations de produits énergétiques a presque doublé par rapport au trimestre précédent pour s'établir à 8,8%.

Haussse plus forte des prix à l'importation

Mesurés aux valeurs moyennes, les prix à l'exportation dépassaient, au troisième trimestre, de

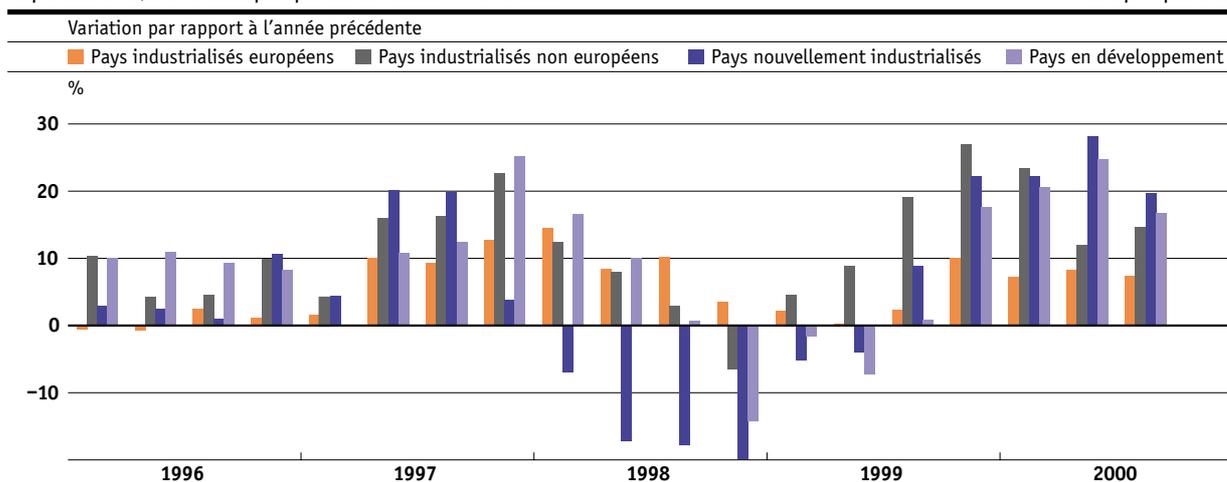
4,1% le niveau de la période correspondante de 1999; leur augmentation n'a guère varié par rapport à celle du deuxième trimestre. En revanche, la hausse des prix à l'importation a doublé pour atteindre 8%. L'accélération a été forte avant tout pour les biens de consommation et les biens d'équipement importés; les biens de consommation ont renchéri de 3,3% au troisième trimestre (premier semestre: -1,3%), et les biens d'équipement, de 7,8% (2,2%). Le cours élevé du dollar y a sans doute contribué pour beaucoup, avec toutefois un certain retard. En revanche, le renchérissement des produits énergétiques a légèrement faibli en comparaison annuelle; ces prix dépassaient de 77% le niveau observé un an auparavant, après 113% au début de l'année.

Exportations Graphique 3.4



Exportations, ventilées par partenaires commerciaux

Graphique 3.5



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

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

Balance des transactions courantes

Au troisième trimestre, les exportations de biens (commerce spécial, en données non corrigées des jours ouvrables) dépassaient de 11,6%, en valeur, leur niveau de la période correspondante de 1999. Du côté des importations, la progression a été de 11,4%. La balance commerciale s'est ainsi soldée par un déficit de 0,2 milliard de francs, comme au troisième trimestre de 1999. Pour l'ensemble des échanges de biens (y compris l'énergie électrique et les métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités), le déficit s'élève à 0,5 milliard de francs. Le solde actif de la balance des services a atteint 5,4 milliards de francs, soit un montant supérieur de 0,8 milliard à celui du troisième trimestre de 1999. Son augmentation a découlé avant tout de commissions bancaires en nette expansion. L'excédent des revenus de facteurs (revenus du travail et des capitaux) s'est accru de 0,5 milliard, passant à 9,7 milliards de francs. Tant les recettes nettes découlant des investissements directs que celles qui sont tirées des investissements de portefeuille ont augmenté en comparaison annuelle. Ainsi, la balance des transactions courantes a dégagé un excédent de 13,2 milliards de francs au troisième trimestre, contre 11,6 milliards au trimestre correspondant de 1999. Ce solde représente 12,7% du produit intérieur brut nominal (13,8% au deuxième trimestre).

3.3 Investissements

Au troisième trimestre, les investissements – constructions et biens d'équipement – ont augmenté à un rythme un peu plus lent; en effet, ils dépassaient de 5,7% leur niveau de la période correspondante de 1999, alors qu'un accroissement de 6,9% avait été observé au deuxième trimestre. Comme à la période précédente, les impulsions sont venues avant tout des biens d'équipement.

Croissance toujours modérée des investissements en constructions

Les investissements en constructions ont progressé, en comparaison annuelle, de 1,6%. Selon l'enquête effectuée au troisième trimestre par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entrepreneurs ont fait preuve d'autant d'optimisme qu'à la période précédente en ce qui concerne la marche des affaires. Ils ont par contre estimé que l'activité avait légèrement faibli.

Comme précédemment, de fortes impulsions ont découlé du génie civil, tandis que la croissance est restée modérée dans le bâtiment. La construction de logements notamment a perdu de sa vigueur en cours d'année. Au deuxième trimestre, le nombre des logements ayant obtenu le permis de construire s'inscrivait 5,8% au-dessus du niveau du trimestre correspondant de 1999, après une hausse de plus de 12% au début de l'année. Le recul du nombre des logements vacants tend à soutenir l'activité dans ce segment; le nombre des logements vacants pour l'ensemble de la Suisse était de 1,5% début juin, contre 1,7% un an auparavant. On constate toutefois des différences considérables selon les régions. Le nom-

Balance des transactions courantes soldes en milliards de francs

Tableau 8

	1998 ¹	1999 ²	1999 ²		2000 ³		
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Biens	-2,3	-0,4	-0,1	0,2	-1,9	-0,6	-0,5
Commerce spécial ⁴	2,2	1,0	-0,2	1,3	-0,6	-0,3	-0,2
Services	19,6	19,8	4,7	5,0	6,7	5,1	5,4
Tourisme	1,7	1,4	0,2	0,1	1,3	-0,1	0,3
Revenus du travail et de capitaux	25,5	31,9	9,2	7,9	10,8	10,9	9,7
Revenus de capitaux	32,0	38,4	10,8	9,5	12,5	12,6	11,5
Transferts courants	-5,3	-6,2	-2,2	-1,3	-1,4	-1,3	-1,4
Total de la balance	37,5	45,0	11,6	11,8	14,2	14,1	13,2

1 Chiffres révisés

2 Chiffres provisoires

3 Estimations

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

bre des logements vacants est relativement bas dans les cantons urbains, alors qu'il est resté en partie élevé dans les zones rurales. Le reste de la construction de bâtiments – en particulier le segment des constructions à caractère industriel ou commercial – a enregistré une vigoureuse croissance.

Selon les données fournies par le bureau Wüest & Partner, l'offre de logements et de surfaces de bureaux a sensiblement diminué, dans l'ensemble de la Suisse, au troisième trimestre. Une légère hausse des prix en a résulté du côté des logements. En comparaison annuelle, les loyers des appartements neufs ont augmenté de 2%, les prix des maisons familiales, de 1,6%, et ceux des appartements en propriété par étage, de 4,4%. Une stabilisation s'est dessinée du côté des prix des surfaces de bureaux.

Selon les indicateurs avancés, la croissance des investissements en constructions devrait faiblir dans le proche avenir. Les entrepreneurs ont porté un jugement un peu moins optimiste qu'à la période précédente sur leurs réserves de travail et les entrées de commandes futures. On s'attend à un ralentissement dans la construction de logements (40% du volume global), mais à une croissance toujours vigoureuse dans le génie civil et, surtout, dans la construction de bâtiments destinés à l'industrie et à l'artisanat.

Vive expansion des investissements en biens d'équipement

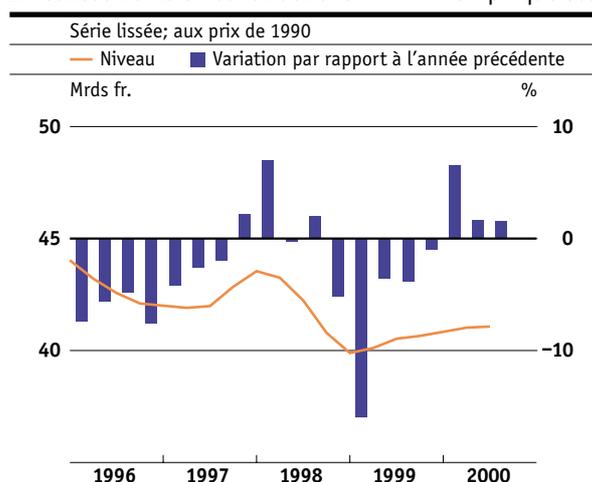
En termes réels, les investissements en biens d'équipement ont continué leur vive expansion au troisième trimestre. En comparaison annuelle, ils se sont accrus de 10%, après une hausse de 12,1% au deuxième trimestre. Selon Swissmem, l'organisation faîtière de l'industrie suisse des machines, des équipements électriques et des métaux, la demande de biens d'équipement suisses s'est stabilisée, à un niveau élevé, au troisième trimestre. En outre, les importations de machines destinées à la fabrication et à l'industrie ainsi que d'équipements pour le secteur des services ont évolué de manière dynamique.

La nouvelle hausse du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie et la situation bénéficiaire toujours favorable des entreprises permettent de tabler sur une croissance robuste des investissements en biens d'équipement jusqu'à la fin de l'année. Les signes d'un ralentissement conjoncturel s'étant multipliés, les investissements devraient eux aussi perdre un peu de leur dynamisme.

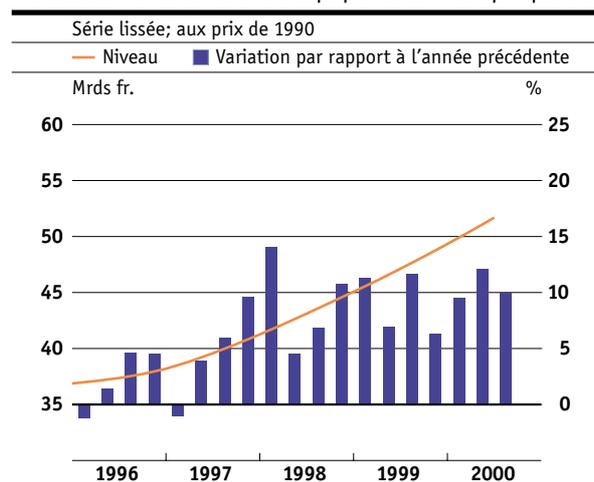
Augmentation de la part des investissements

Etant donné la croissance vigoureuse des investissements en biens d'équipement depuis le début de 1998, les investissements ont augmenté plus fortement que le produit intérieur brut réel, malgré la baisse enregistrée dans la construction jusqu'au milieu de 1999. En termes réels, la part des investissements a passé de 25,1% à 26,3%. A la suite des évolutions divergentes des investissements en biens d'équipement et des investissements en constructions, la part de ces derniers au volume total des investissements a diminué de 7 points pour s'inscrire à 45%.

Investissements en constructions Graphique 3.6



Investissements en biens d'équipement Graphique 3.7



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

3.4 Consommation

Forte consommation privée

La croissance de la consommation privée s'est poursuivie au troisième trimestre, mais elle a faibli quelque peu par rapport à la période précédente. En comparaison annuelle, la consommation privée a ainsi augmenté de 2%, contre 2,3% au deuxième trimestre.

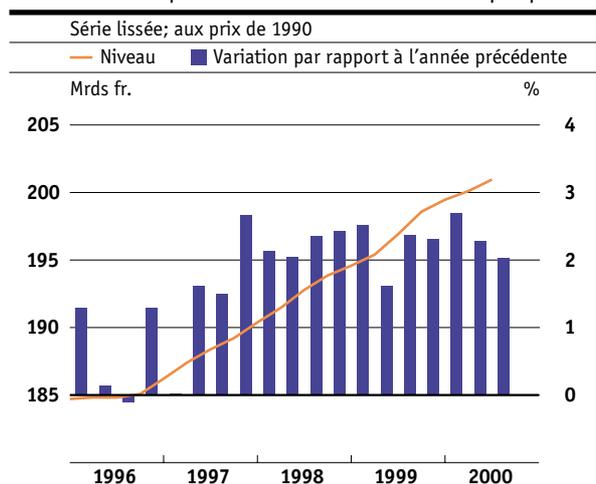
En moyenne du troisième trimestre, les chiffres d'affaires réels du commerce de détail étaient inférieurs de 0,4% à leur niveau de la période correspondante de 1999, après une hausse de 0,8% au deuxième trimestre. Ils paraissent toutefois un peu meilleurs en données corrigées des jours ouvrables. En effet, le volume des ventes du commerce de détail s'est accru de 1%, contre 1,3% au deuxième trimestre. Les immatriculations de véhicules reflètent une consommation privée toujours robuste; au troisième trimestre, elles ont augmenté de 4,1% en comparaison annuelle, alors qu'elles avaient faibli sans discontinuer les trois trimestres précédents. En outre, la demande intérieure est restée soutenue dans la restauration et l'hébergement. Entre juillet et septembre, le nombre des nuitées des touristes suisses a progressé de 2,3% en comparaison annuelle, contre 3,7% au deuxième trimestre.

Climat de consommation toujours favorable

En octobre, l'indice du climat de consommation est resté au niveau élevé qu'il avait atteint en juillet. Les ménages ont une nouvelle fois donné une appréciation favorable de la situation économique et de leur revenu. Leur jugement sur la sécurité de l'emploi en particulier était nettement meilleur que trois mois auparavant; les ménages se sont par contre montrés un peu plus réservés qu'en juillet en ce qui concerne le moment pour effectuer des acquisitions d'une certaine importance et l'évolution prochaine de la conjoncture.

Le climat de consommation toujours bon dans l'ensemble s'est reflété également dans les enquêtes menées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ auprès du commerce de détail. Pour une majorité en diminution, mais toujours confortable d'entreprises du commerce de détail, la situation est favorable. Pour ce qui a trait aux perspectives de ventes, ces entreprises sont toujours optimistes. La proportion des détaillants qui tablent sur des hausses des chiffres d'affaires a cependant diminué une nouvelle fois.

Consommation privée Graphique 3.8



Graphique 3.8:
Estimations trimestrielles,
annualisées. Source: seco

3.5 Utilisation des capacités de production

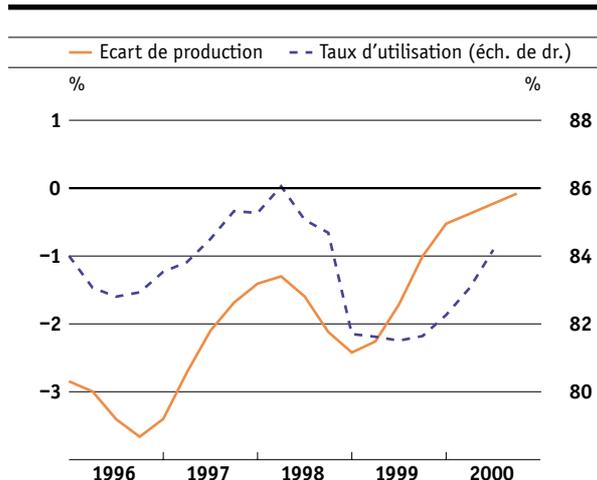
Production très proche de son potentiel

Le taux d'utilisation des facteurs de production d'une économie nationale est un indicateur important pour l'estimation de l'évolution future des prix. On peut l'évaluer à l'écart entre la production, telle qu'elle est réellement observée, et le niveau de production qui serait atteint en cas de stabilité des prix et de pleine utilisation des facteurs de production (écart de production)¹. Le graphique 3.9 présente l'évolution de l'écart de production et du taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie, taux qui est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. L'évolution de l'écart de production montre que la croissance économique s'est légèrement ralentie depuis le début de 2000 et que le produit intérieur brut réel suit, depuis le deuxième trimestre de 2000, une voie à peu près parallèle à celle du potentiel de production. Un faible excédent de l'offre a ainsi subsisté jusque dans la période récente.

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

Au troisième trimestre, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie a augmenté pour atteindre, en données corrigées des variations saisonnières, 84,2% (deuxième trimestre: 83,1%). Il était très proche de sa moyenne à long terme (84,5%) qui peut être considérée comme le niveau normal. Comme au trimestre précédent, une petite majorité des entreprises a estimé que les capacités – capacités techniques et personnel – étaient trop faibles.

Utilisation des capacités de production Graphique 3.9



1 Le potentiel de production n'est pas observable. Il doit donc être estimé. Diverses méthodes sont à disposition. Dans le cas présent, une estimation de la fonction de production a été utilisée.

4 Marché du travail

4.1 Emploi

Progression de l'emploi

L'emploi a continué à évoluer favorablement. Selon les données révisées de la statistique de l'emploi que dresse l'Office fédéral de la statistique (OFS), il a augmenté, en comparaison annuelle, de 2,1% au troisième trimestre, contre 2,4% au trimestre précédent¹. La progression la plus forte du nombre des emplois (3,1%) a été enregistrée dans la construction; la hausse a été de 2,2% dans les services et de 1,5% dans l'industrie. Le nombre des personnes occupées à plein temps a augmenté de 1,2%, celui des personnes travaillant entre 50 et 90%, de 2,9%, et celui des personnes ayant un taux d'occupation inférieur à 50%, de 6,2%. Les emplois à temps partiel représentaient 27,7% du total des emplois.

Perspectives toujours favorables

L'évolution favorable de l'emploi devrait se poursuivre un certain temps encore. Selon l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la pénurie de personnel dans l'industrie, observée depuis le début de 2000, s'est aggravée. Cette pénurie est particulièrement aiguë dans les branches fortement axées sur les exportations. Le secteur de la construction est lui aussi confronté toujours davantage à des problèmes de recrutement de personnel. Les perspectives en matière d'emploi, que l'OFS établit trimestriellement, indiquaient une amélioration dans tous les secteurs.

L'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux, a de nouveau progressé sensiblement au troisième trimestre, après une interruption au trimestre précédent. Le nombre des places vacantes annoncées au Secrétariat d'Etat à l'économie (seco) est resté inchangé, alors que l'indice des places vacantes, publié depuis peu par l'OFS, a continué à augmenter. Le nouvel indice de l'OFS se base sur une enquête représentative, tandis que la statistique du seco se fonde sur les annonces (facultatives) de places vacantes aux offices du travail. Dans les périodes de haute conjoncture et de chômage bas, les chances de trouver du personnel approprié par l'intermédiaire des offices du travail s'amenuisent. Ainsi, l'incitation à annoncer les places vacantes aux offices du travail diminue, si bien que la statistique du seco sous-estime, dans une telle phase, la demande de personnel.

Marché du travail données brutes

Tableau 9

	1998	1999	1999	2000					
			3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	octobre	novembre
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel ²	0,7	1,6	1,6	2,3	2,5	2,4	2,1	-	-
Personnes occupées à plein temps ²	-0,4	-0,2	-0,3	0,4	0,7	1,1	1,2	-	-
Taux de chômage ^{3,4}	3,9	2,7	2,4	2,4	2,4	1,9	1,8	1,7	1,8
Chômeurs ⁴	139,7	98,6	87,6	87,2	87,6	70,5	63,7	63,0	65,7
Demandeurs d'emploi ⁴	217,5	170,9	157,9	152,6	146,9	126,0	113,0	109,8	112,6
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ⁴	3,1	2,8	1,0	1,3	1,6	0,6	0,1	0,2	-
Places vacantes annoncées ⁴	13,3	14,4	14,9	11,7	13,8	15,3	13,2	12,3	12,2

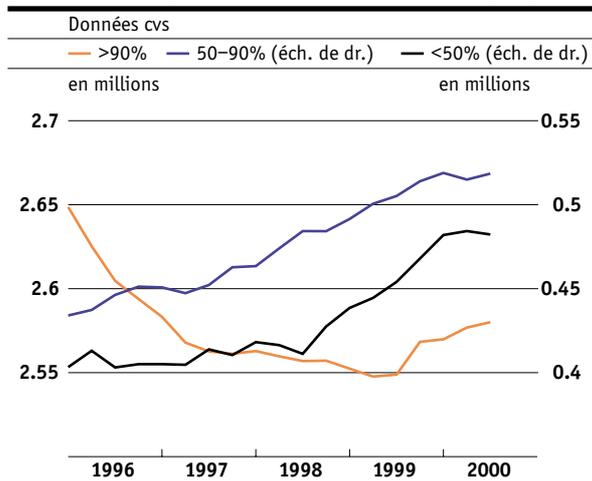
1 La statistique de l'emploi (STATEM), établie par l'OFS, a été révisée au troisième trimestre. La révision tient compte des résultats du recensement des entreprises, effectué en 1998. Selon la STATEM révisée, le niveau de l'emploi est un peu plus élevé

dans la période récente. Les emplois à temps partiel progressent beaucoup plus fortement que dans l'ancienne statistique; inversement, l'évolution est moins dynamique du côté des personnes occupées à plein temps.

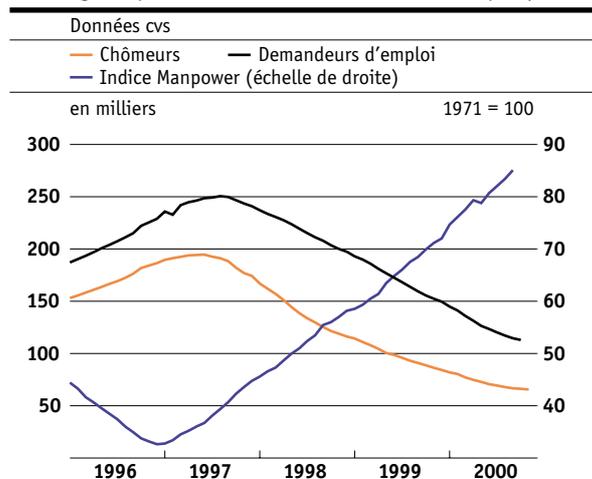
2 Variation en % par rapport à l'année précédente
3 Chômeurs enregistrés, en % de la population active selon le recensement de 1990 (3 621 716 personnes actives)

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

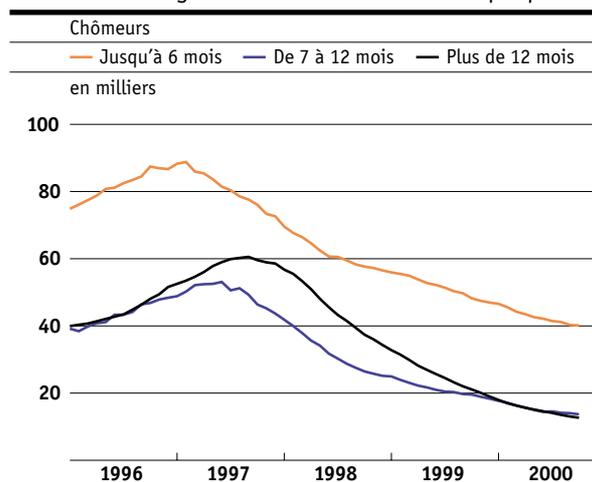
Personnes occupées Graphique 4.1



Chômage et places vacantes Graphique 4.2



Durée du chômage Graphique 4.3



Source pour graphiques 4.1 à 4.3: OFS

4.2 Chômage

Nouveau repli du chômage

Le nombre des demandeurs d'emploi a continué à diminuer en données corrigées des variations saisonnières. Il était de 112 900 en octobre, contre 123 400 en juin. La part des demandeurs d'emploi à la population active a reculé, passant de 3,4% à 3,1%. Le nombre des personnes qui prennent part à un programme d'occupation, suivent un cours de perfectionnement ou ont un gain intermédiaire a diminué. Il s'établissait à 46 800 en octobre, contre 62 800 au début de l'année et 86 000 – son niveau le plus élevé – à fin 1998.

Entre juin et octobre, le nombre des chômeurs inscrits aux offices du travail a reculé, en données corrigées des variations saisonnières, de 4400 pour s'inscrire à 66 100; le taux de chômage a quant à lui passé de 1,9% à 1,8% durant la même période. Ce repli a touché une nouvelle fois aussi bien les personnes depuis peu sans emploi que les chômeurs de longue durée. Pour la première fois depuis 1993, la part des chômeurs de longue durée était ainsi inférieure à 20%. En outre, le nombre des chômeurs arrivant en fin de droits a lui aussi continué à fléchir.

Comme précédemment, le chômage enregistre des écarts considérables selon les branches. Dans la chimie, l'industrie des machines, les banques et les assurances ainsi que la construction, soit des branches qui ont fait preuve d'un fort dynamisme durant la période d'essor de la conjoncture, le taux de chômage est de 1% ou même inférieur à ce niveau. Il est par contre supérieur à la moyenne dans la restauration et l'hébergement (4,9%).

Le taux de chômage s'est replié dans les trois grandes régions linguistiques. En septembre, il était de 1,4% en Suisse alémanique, de 2,8% en Suisse romande et de 3% au Tessin.

Bien que la demande de personnel ait continué à augmenter fortement au troisième trimestre, la diminution du chômage s'est ralentie. Cela indique que les chômeurs n'ont en partie pas les qualifications requises et que les entreprises font par conséquent davantage appel à du personnel étranger. Au troisième trimestre également, le nombre des frontaliers et celui des travailleurs à l'année se sont sensiblement accrus.

Niveau insignifiant du chômage partiel

Le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a encore fléchi, passant à 270 en septembre. Le chômage partiel touche moins d'une douzaine de branches.

5 Prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement annuel a fluctué fortement, passant de 1,9% en juillet à 1,3% en octobre. Cette évolution reflète surtout les variations des prix du mazout et des carburants, qui ont influé sur les groupes principaux «Logement et énergie» ainsi que «Transports». A la suite d'une hausse des loyers des logements et d'une nouvelle augmentation des prix des produits pétroliers, le renchérissement annuel a fait un bond pour atteindre 1,9% en novembre. Mesuré à l'indice des prix à la consommation sans les produits pétroliers, le renchérissement s'inscrivait à 0,9% en novembre, contre 0,4% en octobre.

5.1 Renchérissement selon la provenance des biens

Pétrole et loyers en tant que principaux facteurs de renchérissement

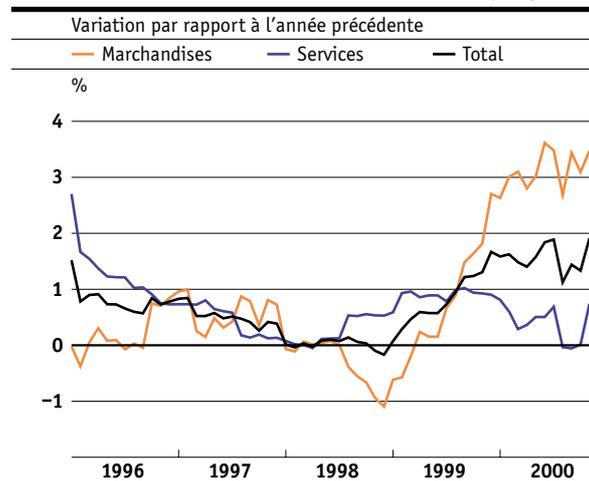
En novembre, les prix des biens de consommation importés ont augmenté de 4,3%, soit un peu plus fortement qu'en moyenne du troisième trimestre (4,1%). Cette évolution est due principalement au pétrole. Si l'on exclut ce dernier de l'indice des biens importés, les prix des biens provenant de l'étranger étaient légèrement inférieurs au niveau observé un an auparavant. A partir du milieu de l'année, le renchérissement a fléchi du côté des biens indigènes, mais il a augmenté en novembre pour s'établir à 1,1%, du fait de la hausse de l'indice des loyers

5.2 Renchérissement selon les catégories de biens

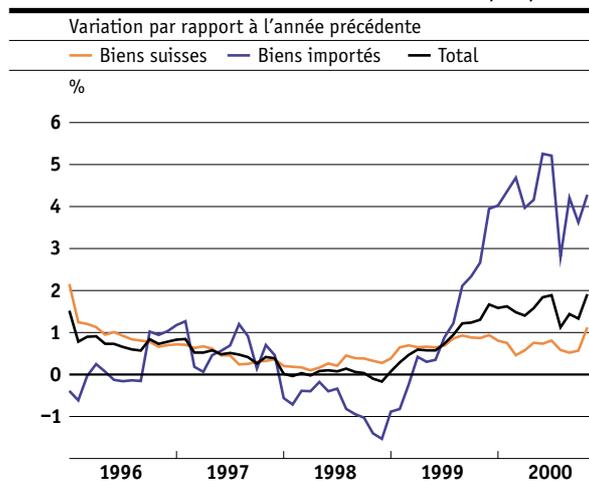
Hausse des prix des services

Jusqu'en automne, le renchérissement est resté très bas dans les services, en dépit de l'essor de la conjoncture. En octobre, les prix des services s'inscrivaient au même niveau qu'un an auparavant. Ils ont toutefois augmenté de 0,7% en novembre, du fait de la vive hausse des loyers des logements. Les prix des services privés et publics ont continué à évoluer inégalement. Les prix des services publics ont encore diminué, mais le recul a marqué un ralentissement, puisqu'il s'établissait à 0,9% en novembre. Les services privés ont quant à eux renchéri de 1,1%. Une grande partie de l'augmentation est due à l'évolution des loyers qui, en novembre, se sont accrus de 3% par rapport au mois correspondant de 1999 (août: 1,2%). De leur côté, les prix des télécommunications – ils figurent sous les services privés depuis la révision de l'indice des prix à la consommation – ont poursuivi leur baisse en novembre (-17,3%).

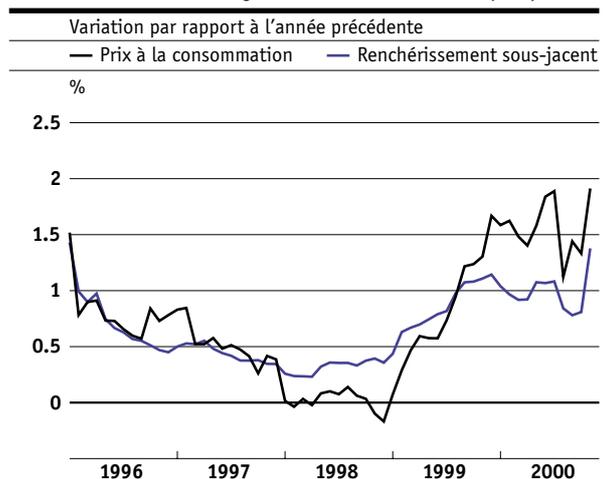
Prix à la consommation Graphique 5.1



Prix à la consommation Graphique 5.2



Renchérissement sous-jacent Graphique 5.3



Source pour graphiques 5.1 à 5.3: OFS

Renchérissement stable dans les marchandises

En novembre, le renchérissement annuel était de 3,5%, comme en juillet, dans les marchandises. Les prix du groupe des marchandises non durables, auquel appartiennent les produits pétroliers, ont haussé de 5,8%. En revanche, les prix des marchandises semi-durables et ceux des marchandises durables ont diminué de 0,1% en l'espace d'une année.

5.3 Produits à prix administrés

Depuis la révision de l'indice suisse des prix à la consommation, l'Office fédéral de la statistique (OFS) établit un indice des produits dont les prix sont administrés. Ce dernier englobe notamment les prestations hospitalières et médicales, les prestations des chemins de fer, les concessions radio et télévision ainsi que des taxes. Sa pondération est de 14,7% dans l'indice global des prix à la consommation. Après avoir reculé au premier semestre du fait de l'orientation à la baisse des prix des prestations hospitalières et d'autres prestations dans le domaine de la santé, l'indice des prix administrés s'est stabilisé vers le milieu de l'année. En octobre et en novembre, il était inférieur de 0,8% et de 0,7% à ses niveaux des mois correspondants de 1999.

5.4 Renchérissement sous-jacent

Taux d'inflation sous-jacente à la hausse

Alors qu'ils avaient marqué un repli de juillet à octobre, les deux taux d'inflation sous-jacente, qui sont calculés par l'OFS, ont augmenté en novembre. Le taux d'inflation sous-jacente 1, qui se fonde sur le panier de l'indice, abstraction faite de l'alimentation, des boissons, du tabac, des produits saisonniers, de l'énergie et des carburants, a passé de près de 0,4% en octobre à 0,8% en novembre. Le taux d'inflation sous-jacente 2, qui exclut en outre les produits dont les prix sont administrés, s'inscrivait à 1,2%, contre 0,6% en octobre.

Le taux d'inflation sous-jacente, qui est calculé par la Banque nationale et exclut les plus fortes variations de prix vers le haut et vers le bas (15% des biens entrant dans l'indice suisse n'y figurent ainsi pas), était de 0,8% en octobre et de 1,4% en novembre. Il est donc resté inférieur au renchérissement mesuré à l'indice des prix à la consommation. Cela montre que les facteurs spéciaux poussant les prix à la hausse ont joué un plus grand rôle que les facteurs ayant un effet modérateur sur l'inflation.

6 Perspectives de renchérissement

6.1 Evolution des prix sur le plan international

Accélération de la hausse des prix à l'importation

Le renchérissement, mesuré aux prix à l'importation, a continué à s'accélérer au troisième trimestre. L'indice des prix à l'importation a augmenté de 7,2% par rapport à son niveau du troisième trimestre de 1999, contre 6,7% au deuxième trimestre. En septembre, la hausse de 8,2% des prix du mazout et des carburants a contribué fortement à cette évolution. L'augmentation des prix à l'importation s'est ralentie pour s'inscrire à 7,3% en octobre, à la suite de la diminution des prix des produits pétroliers. Dans les matières premières, le renchérissement a presque doublé de juillet à octobre pour atteindre 12,8%. Dans les produits semi-finis et les biens de consommation, la hausse des prix était, en octobre, de 12,4% et 5,2%, soit à peu près semblable à celle de juillet. Au troisième trimestre, le renchérissement est resté à 0,5% dans les biens d'équipements importés; en octobre, il s'est toutefois accéléré, passant à 1%.

Prix du pétrole: pressions à la hausse moins vive

Les impulsions inflationnistes qui ont émané des prix du pétrole devraient faiblir en 2001. D'une part, l'offre de pétrole s'est accrue après le relèvement de la production par les pays de l'OPEP et la mise sur le marché d'une partie des réserves stratégiques américaines. D'autre part, la demande excédentaire de pétrole va vraisemblablement diminuer dans le sillage du tassement de la croissance économique dans le monde. En ce qui concerne les autres matières premières et les produits semi-finis, on peut s'attendre, pour les mêmes raisons, à un relâchement des pressions à la hausse sur les prix.

Effet modérateur sur le renchérissement, dû aux cours de change

Le repli massif du franc face au dollar entre le début de 1999 et le milieu de 2000 avait stimulé l'augmentation des prix à l'importation. Comme le cours réel du franc, pondéré par les exportations, est reparti légèrement à la hausse depuis le deuxième trimestre, les impulsions inflationnistes dues à l'évolution des cours de change devraient faiblir.

6.2 Utilisation des capacités de production en Suisse

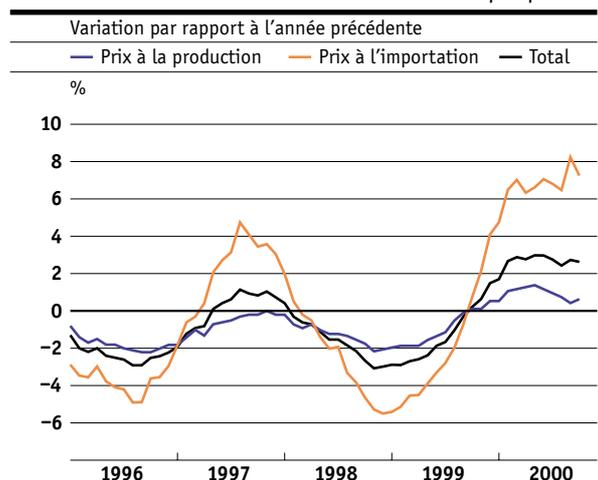
Capacités de production: taux d'utilisation en hausse

Aucun effet à la hausse ou à la baisse des prix n'est à attendre dans un proche avenir de l'utilisation des capacités de production. L'écart de production, un indicateur important de l'utilisation des capacités de production, a presque complètement disparu vers le milieu de l'année. Depuis, la demande globale croît à peu près au même rythme que la production potentielle. Cette évolution devrait se poursuivre en 2001, car la croissance du produit intérieur brut réel attendue par la Banque nationale, soit 2,2%, est approximativement semblable à la croissance potentielle estimée.

Prix stables à la production

L'indice des prix à la production mesure l'évolution des prix, départ usine, des produits fabriqués en Suisse et, partant, renseigne sur la pression sur les coûts dans l'industrie. Au troisième trimestre et en octobre, il est resté quasiment inchangé, s'inscrivant 0,7% et 0,6% au-dessus des niveaux de la période correspondante de 1999. Les prix des matières premières ont diminué de 2,7%, alors que ceux des produits semi-finis et des biens de consommation ont augmenté de 0,9% et de 0,5%; de leur côté, les prix des biens d'équipement ont marqué une légère hausse (0,2%), pour la première fois depuis le début de l'année. Les prix des biens destinés au marché suisse n'ont pas été relevés notablement, mais ils étaient supérieurs de 1,4% à leur niveau de la période correspondante de 1999.

Prix de l'offre totale Graphique 6.1



Source: OFS

Hausse attendue des prix

L'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montre qu'il faut s'attendre à une hausse des prix dans les marchandises. Si la part des entreprises axées sur le marché suisse et tablant sur des prix d'achat en augmentation s'est accrue nettement à partir de 1999 déjà, celle des entreprises qui prévoient des prix de vente plus élevés a progressé sensiblement au troisième trimestre.

Augmentation des prix des services

Les loyers des logements jouent un grand rôle dans l'évolution des prix des services; ils y entrent en effet pour plus d'un tiers. Du fait du relèvement des taux hypothécaires, des hausses de loyers sont escomptées ces prochains mois. La part des logements vacants, certes en recul mais toujours élevée, devrait toutefois rendre plus difficile une répercussion entière des coûts hypothécaires supplémentaires.

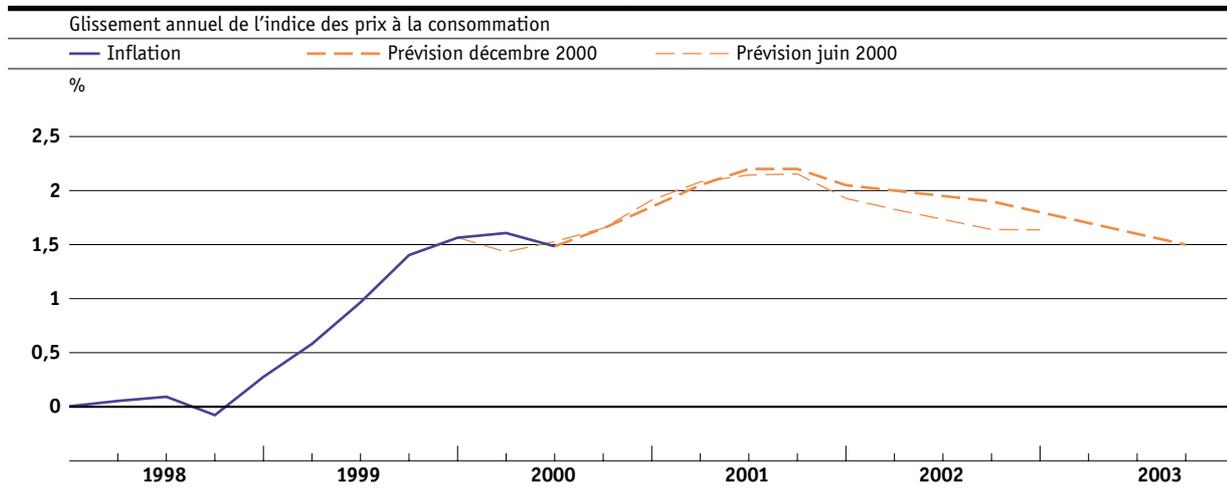
Pression modérée à la hausse des prix, émanant du marché du travail

Les tensions sur le marché du travail influent elles aussi fortement sur le renchérissement intérieur. Selon les prévisions du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les salaires réels progresseront en moyenne de 2,1% en 2001 et de 2,3% en 2002. Comme ces relèvements ne pourront être que partiellement compensés par des gains de productivité (2001: +1,3%; 2002: +1,2%), les coûts unitaires du travail seront plus élevés à moyen terme. Ils ne pourront sans doute pas être entièrement répercutés sur les prix des biens et des services, en raison d'une concurrence qui restera vive.

6.3 Prévision de renchérissement pour les années 2001 à 2003

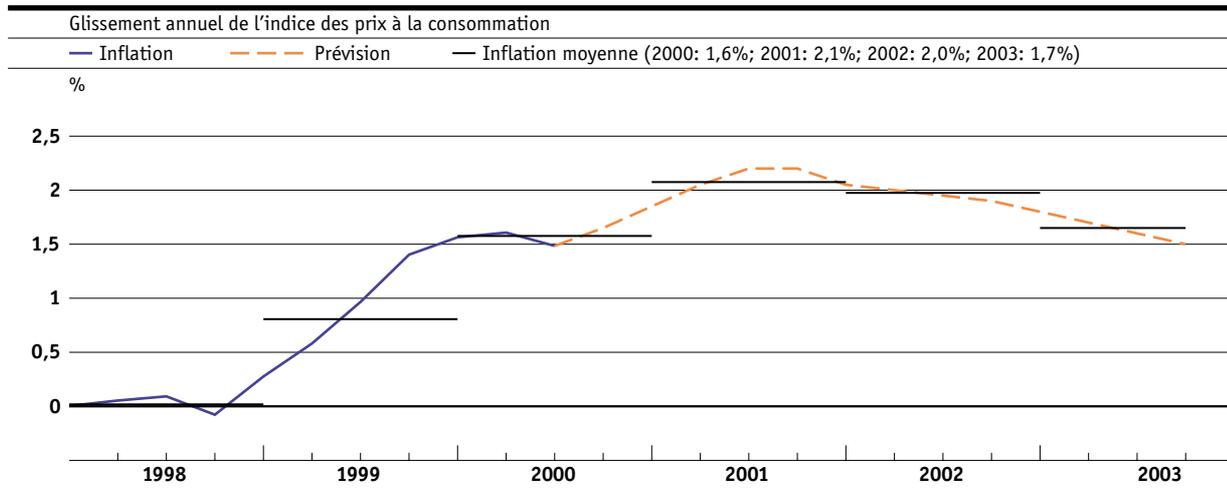
La Banque nationale évalue les risques inflationnistes à moyen terme à peu près au même niveau qu'en juin 2000. L'examen de la politique monétaire effectué le 14 septembre lors de l'appréciation trimestrielle de la situation a montré que le durcissement opéré depuis le début 2000 devrait suffire à éviter une surchauffe de la conjoncture et à assurer la stabilité des prix à moyen terme. A l'occasion de sa conférence de presse du 8 décembre, la Banque nationale a confirmé cette appréciation et maintenu à 3%–4% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Si ce dernier reste au niveau actuel de 3,5%, le renchérissement devrait passer légèrement au-dessus de 2% en 2001, puis retomber sous cette barre au cours de l'année 2002 et s'inscrire en moyenne à 1,7% en 2003. L'accélération temporaire du renchérissement en 2001 s'explique en partie par la vigueur de la conjoncture en 2000 et par la hausse massive des prix des produits pétroliers.

Les prévisions d'inflation de la Banque nationale pour les trois prochaines années font l'objet des graphiques 6.2 et 6.3. Elles reposent sur les résultats de plusieurs modèles macroéconomiques de l'économie suisse et de l'analyse de l'évolution des agrégats monétaires, notamment de M_3 . En outre, elles partent de l'hypothèse que le produit intérieur brut réel croîtra de 3,3% en 2000, de 2,2% en 2001 et de 1,6% en 2003. Dans une petite économie comme celle de la Suisse, l'évolution de la conjoncture à l'étranger, en particulier aux Etats-Unis et en Europe, joue un rôle essentiel. La Banque nationale table sur le fait que les impulsions vont faiblir aux Etats-Unis et que l'essor de l'économie perdra de son dynamisme en Europe. En ce qui concerne l'évolution des cours de change, la Banque nationale s'attend à une légère hausse du cours du franc pondéré par les exportations; ces prochains trimestres, le franc devrait gagner un peu de terrain notamment face au dollar. Enfin, on suppose que, ces deux ou trois prochaines années, les prix du pétrole vont se replier d'environ 20% par rapport à leur niveau maximal de septembre 2000.



Prévision d'inflation avec Libor à 3,5%; décembre 2000

Graphique 6.3



Les investissements directs en 1999

Les investissements directs suisses à l'étranger

Exportations de capitaux

Les exportations de capitaux en vue d'investissements directs à l'étranger ont doublé, passant de 27,2 milliards en 1998 à 54 milliards de francs en 1999. Les acquisitions et augmentations de capital ont porté sur 27,6 milliards de francs en 1999, contre 16,9 milliards l'année précédente. Les bénéfices réinvestis dans les filiales à l'étranger – ils entrent eux aussi dans la composition des exportations de capitaux – se sont accrus de 11,3 milliards pour atteindre 18,5 milliards de francs. En outre, des crédits ont été accordés à des filiales à l'étranger pour 7,9 milliards de francs, contre 3,1 milliards en 1998.

Le secteur des services a investi à l'étranger 43,3 milliards de francs en 1999, soit un montant dépassant de 25,8 milliards celui de l'année précédente. Les exportations de capitaux des banques, qui se sont établies 9,6 milliards de francs en 1999, ont servi en grande partie à l'assainissement de participations à l'étranger. L'année précédente, des pertes subies par des filiales avaient entraîné un désinvestissement de 0,3 milliard de francs. Les flux de capitaux des sociétés financières et holdings ont doublé, passant de 6,6 milliards en 1998 à 13,2 milliards de francs en 1999. Les compagnies d'assurances ont investi à l'étranger – principalement pour des acquisitions – 9,9 milliards de francs, soit un montant supérieur de 1,9 milliard à celui de 1998. Les exportations de capitaux des entreprises appartenant aux transports et communications ainsi qu'au groupe «Autres services» ont elles aussi vigoureusement augmenté d'une année à l'autre.

Les entreprises du secteur secondaire ont investi à l'étranger 10,7 milliards de francs en 1999, soit un montant dépassant de 1 milliard celui de 1998. D'une année à l'autre, les entreprises des groupes «Electronique, énergie, optique et horlogerie» et «Chimie et plastique» ont nettement accru leurs flux de capitaux vers l'étranger, alors que celles des groupes «Autres industries et bâtiment» et «Métallurgie et machines» les ont réduits.

En 1999, les pays de l'UE ont absorbé près de la moitié des exportations suisses de capitaux en vue d'investissements directs. Du fait d'acquisitions opérées par des compagnies d'assurances, les flux de capitaux vers le Royaume-Uni ont sensiblement augmenté, passant de 4,3 milliards en 1998 à 8,5 milliards de francs en 1999. En outre, les flux vers l'Allemagne et l'Irlande ont eux aussi progressé

sensiblement. Les exportations de capitaux vers l'Irlande ont été effectuées principalement par des sociétés financières et holdings. Les Etats-Unis ont bénéficié d'un afflux de 14,5 milliards de francs, soit un montant dépassant de 11,3 milliards celui de 1998. Ces fonds ont été investis par des entreprises du secteur financier et de la chimie. Le Japon a accueilli 0,7 milliard de francs en 1999. Les années précédentes, les entreprises suisses n'avaient guère fait d'investissements directs dans ce pays. Les flux de capitaux vers les pays nouvellement industrialisés ont diminué à la suite principalement d'investissements moins élevés aux Philippines.

Volume des capitaux d'investissement direct

Entre fin 1998 et fin 1999, le volume des capitaux d'investissement direct à l'étranger a augmenté de 21% pour s'établir à 308 milliards de francs. Celui du secteur des services s'est accru de 39%, passant à 203,2 milliards de francs. De ce montant, plus de 80% revenaient aux banques, aux sociétés financières et holdings ainsi qu'aux compagnies d'assurances. Le volume des capitaux d'investissement direct des entreprises du secondaire a diminué légèrement en 1999 pour s'inscrire à 104,6 milliards de francs. La part du secteur secondaire au volume total a par conséquent reculé, passant de 42% à fin 1998 à 34% à fin 1999. Ainsi, la tendance à l'augmentation de la part du secteur tertiaire et à la diminution de celle du secteur secondaire, tendance qui est observée depuis quelques années, a continué en 1999.

Le volume des capitaux d'investissement direct détenu dans les pays de l'UE représentait 47,2% du total à fin 1999, contre 46,9% un an auparavant. Au sein de ces pays, les parts investies en Allemagne et en Irlande ont nettement augmenté. Les Etats-Unis ont vu leur part diminuer légèrement et passer à 22%. A fin 1995, 25% des capitaux suisses d'investissement direct étaient détenus dans ce pays. La part investie dans les pays nouvellement industrialisés d'Asie a continué à progresser quelque peu. Singapour domine dans ce groupe de pays, étant donné le rôle qu'il joue en tant que place financière. Sa part à l'ensemble des capitaux d'investissement direct suisses à l'étranger s'élevait à 4,5% à fin 1999, alors qu'elle était encore inférieure à 1% à fin 1995.

Effectif du personnel

A fin 1999, les entreprises suisses occupaient 1,61 million de personnes à l'étranger. Les emplois se sont accrus légèrement dans les pays nouvellement industrialisés et les pays en développement, mais

cette progression a été compensée par un repli dans les pays industrialisés. Les entreprises du secteur secondaire occupaient 935 000 personnes à l'étranger, soit 57,9% de l'effectif total. En 1999, elles ont réduit de 2% leur personnel à l'étranger. En revanche, les emplois dans le secteur secondaire ont augmenté de 3,3%, passant à 679 000.

Les investissements directs étrangers en Suisse

Importations de capitaux

Les entreprises étrangères ont opéré des investissements directs en Suisse pour un montant de 17,1 milliards de francs en 1999, contre 13 milliards en 1998. Comme les années précédentes, l'afflux de fonds a donc augmenté sensiblement. Les importations de capitaux en vue d'acquisitions et d'augmentations de capital ont porté sur 7,4 milliards de francs, contre 5,1 milliards en 1998. Les bénéfices réinvestis dans les filiales en Suisse se sont accrus de 2,5 milliards pour atteindre 9 milliards de francs.

Dans les services, des capitaux étrangers ont été investis pour 13,9 milliards de francs, contre 9,9 milliards en 1998. Cet accroissement a découlé avant tout d'acquisitions dans les transports et communications ainsi que dans les compagnies d'assurances. D'une année à l'autre, les importations de capitaux ont augmenté légèrement dans les sociétés financières et holdings (5,3 milliards de francs en 1999) et dans le secteur secondaire (3,2 milliards). Les fonds ayant afflué dans le secteur secondaire ont été investis avant tout dans le groupe «Electronique, énergie, optique et horlogerie».

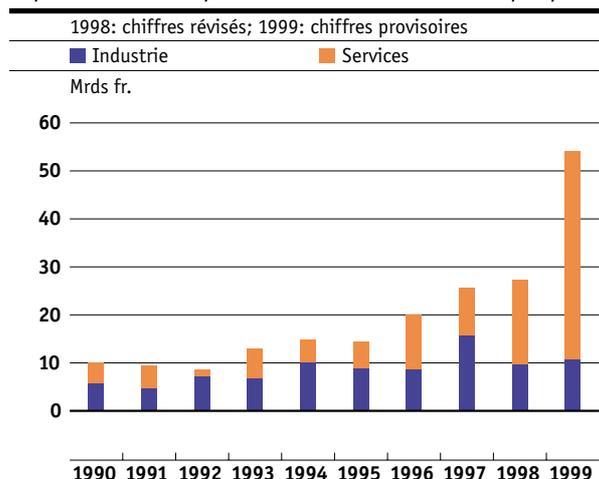
Les flux de capitaux des pays de l'UE ont atteint 9,6 milliards de francs, contre 5,6 milliards en 1998. De ce montant, 5,2 milliards de francs provenaient du Royaume-Uni. L'Allemagne a investi 3 milliards de francs, alors que les Pays-Bas ont rapatrié des capitaux pour 1,1 milliard. Les Etats-Unis ont opéré des investissements directs en Suisse pour 8,8 milliards de francs, soit pour un montant dépassant de 2,2 milliards celui de 1998. Quant aux entreprises japonaises, elles ont une nouvelle fois rapatrié des capitaux (1,5 milliard de francs en 1999).

Volume des capitaux d'investissement direct

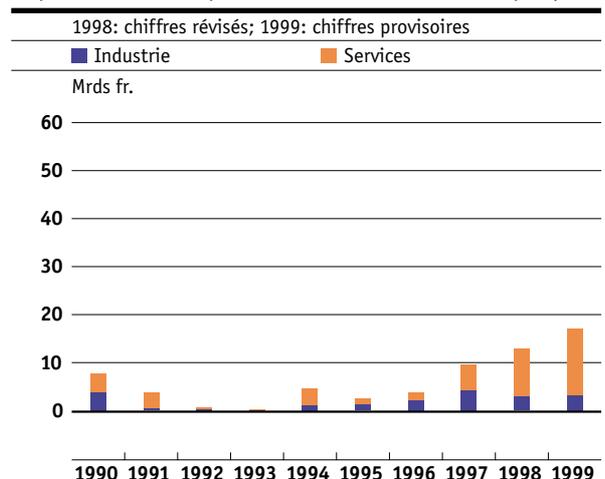
En 1999, les capitaux d'investissement direct étrangers en Suisse ont augmenté de 25,7% pour s'établir à 124,6 milliards de francs. Une progression a été observée dans toutes les branches, à l'exception de la chimie et des machines. Quatre cinquièmes des capitaux étrangers étaient investis dans le secteur des services, et un cinquième revenait à l'industrie. Au sein des services, les sociétés financières et holdings occupaient le premier rang, et très nettement, avec un volume de capitaux investis de 54,1 milliards de francs (progression en 1999: 24%).

A fin 1999, un tiers environ des capitaux d'investissement direct étrangers provenait des Etats-Unis (28% un an auparavant). Les pays de l'UE avaient une part de 64%, contre 66% à fin 1998. Parmi eux, les principaux étaient les Pays-Bas (22,2 milliards de francs), l'Allemagne (16,2 milliards) et la France (15,9 milliards). Les entreprises japonaises ayant rapatrié des fonds investis en Suisse, leur part a diminué pour s'établir légèrement au-dessous de 1%.

Investissements directs suisses à l'étranger
Exportations de capitaux Graphique 1



Investissements directs étrangers en Suisse
Importations de capitaux Graphique 2



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.

Enquête

La Banque nationale suisse recueille chaque année des données sur les participations transfrontières, en d'autres termes sur les investissements directs suisses à l'étranger et sur les investissements directs étrangers en Suisse. 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 survaleur (différence entre le prix d'achat et la valeur comptable de l'entreprise) conduit à des flux de capitaux qui peuvent être supérieurs à l'augmentation du volume des investissements. D'un autre côté, les acquisitions qui sont financées à l'étranger ne donnent pas lieu à des sorties de capitaux.

Répartition 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.

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

Tableau 1.1

	1995	1996	1997	1998 ^f	1999 ^p
1. Europe et pays industrialisés non européens	14 007	17 500	21 765	16 090	42 515
UE	6 210	12 522	12 596	10 154	24 882
Belgique	1 042	488	-655	349	1 312
Danemark	21	49	30	-31	285
Allemagne	1 171	2 629	4 131	889	5 524
Finlande	56	137	152	224	110
France	127	338	213	333	1 715
Grèce	79	109	116	205	180
Irlande	324	342	317	-54	5 445
Italie	424	769	1 134	-197	166
Luxembourg	200	192	-959	1 651	221
Pays-Bas	1 143	-193	2 752	1 003	1 649
Autriche	89	-252	343	344	470
Portugal	27	91	311	-69	556
Suède	85	539	632	844	-698
Espagne	572	118	35	377	-529
Royaume-Uni ²	851	7 170	4 043	4 287	8 475
AELE	41	54	181	-93	353
Europe centrale et orientale, dont	901	361	215	1 175	1 141
Croatie	4	5	4	70	-44
Pologne	236	113	173	208	478
Fédération de Russie	37	100	46	335	599
République tchèque	573	61	-19	356	-72
Slovaquie	3	-2	13	21	40
Hongrie	31	62	-35	-76	80
Reste de l'Europe, dont	121	49	314	-449	734
Turquie	96	0	51	296	-95
Amérique du Nord	5 978	3 709	8 058	4 458	14 560
Canada	-166	335	368	1 232	12
Etats-Unis	6 144	3 373	7 690	3 226	14 548
Autres pays industrialisés non européens	756	806	402	845	845
Australie	609	401	153	572	245
Japon	-35	305	-203	124	675
Nouvelle-Zélande	31	7	298	11	-214
Afrique du Sud	151	93	154	138	140

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p
2. Pays nouvellement industrialisés	-55	1 406	2 176	6 932	5 972
Asie	-242	1 146	2 383	5 689	4 662
Hong Kong	-547	21	236	447	648
Corée (Sud)	19	66	-57	283	179
Malaisie	17	233	82	102	229
Philippines	-8	39	50	1 169	57
Singapour	175	542	1 879	3 173	3 543
Taiwan	61	22	45	121	89
Thaïlande	41	224	148	395	-82
Amérique centrale et du Sud	186	260	-207	1 243	1 310
Argentine	28	65	-10	321	-99
Brésil	127	-10	-338	446	853
Chili	35	83	29	-178	7
Mexique	-3	121	111	654	548
3. Pays en développement	487	1 057	1 793	4 187	5 518
Asie, dont	459	1 234	629	441	60
Chine (Rép. pop.)	342	378	255	123	-116
Inde	13	370	160	29	-53
Indonésie	46	177	134	90	58
Liban	9	8	2	-2	-13
Pakistan	23	22	34	-17	7
Arabie saoudite	4	3	43	-2	60
Emirats arabes unis	3	3	12	11	19
Vietnam	2	25	21	-2	-18
Amérique centrale et du Sud, dont	2	-267	935	3 645	5 167
Costa Rica	45	10	-1	-26	0
Equateur	11	80	27	10	20
Guatemala	4	-176	60	-4	22
Colombie	7	82	34	387	116
Pérou	19	-9	158	-25	47
Uruguay	92	172	217	284	287
Venezuela	-5	121	97	61	11
Centres financiers offshore ³	-113	-583	236	2 991	4 589
Afrique, dont	25	90	230	102	292
Egypte	34	18	92	57	93
Côte d'Ivoire	6	17	16	51	-28
Maroc	8	19	32	-12	3
Nigéria	-2	1	-9	5	-6
Ensemble des pays	14 438	19 964	25 734	27 209	54 005

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

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

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

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

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

Tableau 1.2

	1995	1996	1997	1998 ^f	1999 ^p	Part en pour-cent
1. Europe et pays industrialisés non européens	132 749	155 201	189 877	197 861	239 673	77,9
UE	78 524	89 209	113 781	119 025	145 370	47,2
Belgique	3 891	3 618	3 136	3 396	5 095	1,7
Danemark	551	613	693	632	1 051	0,3
Allemagne	13 495	13 967	18 311	18 901	26 147	8,5
Finlande	868	1 162	1 373	1 387	1 688	0,5
France	12 542	12 839	13 923	13 640	15 551	5,1
Grèce	417	517	573	398	2 305	0,7
Irlande	2 569	4 197	6 494	5 478	10 278	3,3
Italie	5 313	6 617	7 754	7 607	7 578	2,5
Luxembourg	3 454	4 568	4 383	6 005	7 653	2,5
Pays-Bas	11 558	11 185	16 407	16 826	18 722	6,1
Autriche	2 482	2 441	2 886	3 123	4 405	1,4
Portugal	663	785	961	995	1 695	0,6
Suède	3 044	3 439	3 304	3 420	1 977	0,6
Espagne	3 216	3 577	4 344	4 651	5 665	1,8
Royaume-Uni ¹	14 463	19 686	29 239	32 567	35 561	11,6
AELE	717	1 434	1 366	1 485	3 066	1,0
Europe centrale et orientale, dont	1 879	2 194	2 880	4 462	6 139	2,0
Croatie	99	99	145	117	158	0,1
Pologne	485	570	670	1 062	1 665	0,5
Fédération de Russie	62	132	410	748	1 198	0,4
République tchèque	831	964	1 144	1 648	1 630	0,5
Slovaquie	104	108	158	103	153	0,0
Hongrie	205	228	285	328	851	0,3
Reste de l'Europe, dont	578	664	962	1 082	2 721	0,9
Turquie	414	359	392	725	1 013	0,3
Amérique du Nord	43 936	52 586	62 761	63 934	71 225	23,1
Canada	3 455	5 029	5 471	6 276	3 460	1,1
Etats-Unis	40 481	47 557	57 290	57 658	67 766	22,0
Autres pays industrialisés non européens	7 115	9 114	8 127	7 874	11 153	3,6
Australie	2 467	3 548	2 619	3 147	3 962	1,3
Japon	3 597	4 374	3 975	3 730	5 431	1,8
Nouvelle-Zélande	168	139	452	125	445	0,1
Afrique du Sud	883	1 053	1 081	872	1 315	0,4

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p	Part en pour-cent
2. Pays nouvellement industrialisés	11 863	14 044	21 822	25 711	31 725	10,3
Asie	4 647	5 516	12 929	16 804	20 691	6,7
Hong Kong	1 819	1 524	2 162	2 064	2 187	0,7
Corée (Sud)	215	323	342	692	1 040	0,3
Malaisie	384	857	1 192	901	937	0,3
Philippines	254	393	324	1 281	1 433	0,5
Singapour	911	1 444	8 044	10 755	13 738	4,5
Taiwan	541	282	355	480	644	0,2
Thaïlande	523	693	509	631	712	0,2
Amérique centrale et du Sud	7 216	8 528	8 894	8 908	11 034	3,6
Argentine	491	570	722	1 085	1 317	0,4
Brésil	4 385	4 926	4 387	4 375	5 043	1,6
Chili	903	1 170	1 442	686	762	0,2
Mexique	1 437	1 863	2 343	2 762	3 911	1,3
3. Pays en développement	19 310	21 393	28 956	30 024	36 400	11,8
Asie, dont	1 609	2 886	3 684	3 441	4 086	1,3
Chine (Rép. pop.)	474	888	1 322	1 362	1 387	0,5
Inde	173	566	746	448	524	0,2
Indonésie	261	366	302	297	377	0,1
Liban	88	115	130	120	120	0,0
Pakistan	106	127	134	118	192	0,1
Arabie saoudite	191	164	230	253	323	0,1
Emirats arabes unis	56	72	92	114	143	0,0
Vietnam	57	129	154	128	131	0,0
Amérique centrale et du Sud, dont	16 524	17 218	23 665	24 964	29 699	9,6
Costa Rica	120	126	188	138	180	0,1
Equateur	180	243	327	299	376	0,1
Guatemala	53	59	133	118	145	0,0
Colombie	552	471	684	974	1 165	0,4
Pérou	95	116	251	192	262	0,1
Uruguay	81	175	254	307	436	0,1
Venezuela	232	374	732	621	696	0,2
Centres financiers offshore ²	14 861	14 835	20 779	22 098	26 057	8,5
Afrique, dont	1 178	1 290	1 607	1 619	2 616	0,8
Egypte	157	193	326	354	472	0,2
Côte d'Ivoire	84	120	121	101	110	0,0
Maroc	263	240	321	330	317	0,1
Nigéria	42	42	44	26	36	0,0
Ensemble des pays	163 922	190 638	240 655	253 596	307 798	100,0

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

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

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

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

Tableau 1.3

	1995	1996	1997	1998 ^f	1999 ^p	Part en pour-cent
1. Europe et pays industrialisés non européens	1 114 004	1 107 705	1 184 754	1 219 740	1 213 852	75,2
UE	703 624	698 666	748 247	778 499	761 847	47,2
Belgique	26 601	25 101	25 248	25 125	26 201	1,6
Danemark	11 039	11 355	12 245	11 356	10 891	0,7
Allemagne	204 082	188 633	231 652	268 107	246 235	15,3
Finlande	14 005	12 404	13 632	13 793	13 553	0,8
France	122 630	136 290	131 335	121 377	131 405	8,1
Grèce	6 192	6 302	5 953	8 397	7 294	0,5
Irlande	4 386	3 459	4 024	4 347	4 532	0,3
Italie	60 424	56 110	63 372	56 795	57 634	3,6
Luxembourg	1 459	1 651	1 685	1 852	2 522	0,2
Pays-Bas	28 233	29 865	30 415	32 380	31 174	1,9
Autriche	41 900	38 215	40 140	27 775	32 510	2,0
Portugal	11 399	10 169	10 435	9 291	10 091	0,6
Suède	40 338	40 668	37 968	37 057	32 345	2,0
Espagne	40 436	44 577	46 061	45 568	44 335	2,7
Royaume-Uni ¹	90 500	93 867	94 082	115 281	111 125	6,9
AELE	14 751	14 687	13 910	12 631	12 607	0,8
Europe centrale et orientale, dont	61 266	66 525	71 467	77 213	71 881	4,5
Croatie	2 903	2 799	2 735	2 540	2 170	0,1
Pologne	16 744	19 337	20 301	23 193	19 968	1,2
Fédération de Russie	4 123	4 767	6 409	8 836	9 679	0,6
République tchèque	20 170	22 892	19 712	18 768	14 856	0,9
Slovaquie	2 781	2 693	3 994	3 185	3 579	0,2
Hongrie	7 435	6 578	10 764	9 692	9 654	0,6
Reste de l'Europe, dont	6 673	7 297	8 926	9 750	10 777	0,7
Turquie	6 252	6 892	8 451	9 129	10 148	0,6
Amérique du Nord	245 891	238 624	256 366	268 176	282 910	17,5
Canada	27 413	25 271	27 404	26 744	27 951	1,7
Etats-Unis	218 478	213 353	228 962	241 432	254 959	15,8
Autres pays industrialisés non européens	81 799	81 906	85 837	73 471	73 830	4,6
Australie	24 583	25 174	22 846	27 338	25 624	1,6
Japon	28 037	27 818	23 444	21 749	24 431	1,5
Nouvelle-Zélande	3 578	3 593	8 340	4 006	3 211	0,2
Afrique du Sud	25 601	25 321	31 207	20 378	20 564	1,3

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p	Part en pour-cent
2. Pays nouvellement industrialisés	197 204	205 213	219 899	223 014	225 247	14,0
Asie	85 784	92 253	108 683	107 689	102 362	6,3
Hong Kong	13 255	13 273	14 880	14 319	14 205	0,9
Corée (Sud)	4 365	3 640	4 058	4 007	4 741	0,3
Malaisie	14 635	15 183	18 320	15 982	12 803	0,8
Philippines	11 728	12 462	13 582	13 293	13 050	0,8
Singapour	8 590	9 403	19 749	18 945	19 405	1,2
Taiwan	6 914	7 231	7 239	10 424	9 910	0,6
Thaïlande	26 297	31 061	30 855	30 720	28 248	1,8
Amérique centrale et du Sud	111 420	112 960	111 217	115 325	122 885	7,6
Argentine	9 790	9 588	10 853	11 961	12 995	0,8
Brésil	67 409	69 828	63 943	67 552	71 996	4,5
Chili	13 048	13 243	13 164	10 622	10 088	0,6
Mexique	21 173	20 301	23 257	25 190	27 806	1,7
3. Pays en développement	120 021	142 046	164 326	169 191	174 492	10,8
Asie, dont	62 393	78 575	93 327	89 994	94 282	5,8
Chine (Rép. pop.)	16 490	24 250	29 282	32 795	37 050	2,3
Inde	21 449	22 772	24 531	21 604	19 414	1,2
Indonésie	8 534	10 586	13 146	10 031	9 982	0,6
Liban	1 152	1 017	1 368	872	909	0,1
Pakistan	3 301	3 656	4 122	3 521	4 281	0,3
Arabie saoudite	2 544	3 177	2 485	3 255	2 866	0,2
Emirats arabes unis	2 307	1 769	1 213	1 427	1 190	0,1
Vietnam	1 789	2 002	4 511	4 567	5 103	0,3
Amérique centrale et du Sud, dont	33 264	34 256	38 867	36 376	41 715	2,6
Costa Rica	3 233	3 224	3 292	3 032	2 856	0,2
Equateur	3 421	4 479	4 521	2 911	3 418	0,2
Guatemala	1 245	1 261	1 456	1 481	1 536	0,1
Colombie	9 138	9 100	9 952	7 292	8 472	0,5
Pérou	2 213	2 298	4 322	3 736	3 895	0,2
Uruguay	693	710	430	869	834	0,1
Venezuela	6 831	7 214	7 360	8 092	8 493	0,5
Centres financiers offshore ²	3 302	2 725	4 544	5 743	6 528	0,4
Afrique, dont	24 364	29 215	32 132	42 821	38 495	2,4
Egypte	6 315	6 034	8 213	9 793	8 428	0,5
Côte d'Ivoire	1 340	1 946	2 077	2 517	2 245	0,1
Maroc	3 259	3 635	4 148	3 652	3 465	0,2
Nigéria	5 297	7 988	7 767	6 047	5 505	0,3
Ensemble des pays	1 431 229	1 454 964	1 568 979	1 611 945	1 613 591	100,0

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

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

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

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

Tableau 1.4

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p
Industrie	8 838	8 551	15 804	9 640	10 667
Textile et habillement	43	-8	118	623	586
Chimie et plastique	3 273	2 074	8 373	5 156	6 663
Métallurgie et machines	1 423	766	2 593	1 421	831
Electronique, énergie, optique et horlogerie	1 086	2 919	3 477	-890	1 667
Autres industries et bâtiment	3 013	2 800	1 243	3 329	920
Services	5 600	11 413	9 930	17 569	43 338
Commerce	1 269	-4	517	2 376	3 003
Sociétés financières et holdings	-38	2 087	5 195	6 559	13 245
dont en mains étrangères ²	-630	2 074	4 172	3 870	11 062
Banques	1 308	551	1 796	-321	9 622
Assurances	2 209	7 597	1 334	8 034	9 927
Transports et communications	499	940	214	859	3 524
Autres services	353	241	874	62	4 016
Total	14 438	19 964	25 734	27 209	54 005

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

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p	Part en pour-cent
Industrie	82 087	87 266	99 617	106 858	104 557	34,0
Textile et habillement	885	845	724	1 771	1 580	0,5
Chimie et plastique	31 794	30 270	34 551	44 712	42 154	13,7
Métallurgie et machines	10 679	11 398	14 779	17 071	17 265	5,6
Electronique, énergie, optique et horlogerie	16 080	17 550	19 852	19 131	14 607	4,7
Autres industries et bâtiment	22 649	27 204	29 711	24 174	28 951	9,4
Services	81 835	103 372	141 038	146 738	203 242	66,0
Commerce	8 355	6 358	7 031	8 846	12 528	4,1
Sociétés financières et holdings	30 537	33 699	46 908	55 426	77 293	25,1
dont en mains étrangères ²	27 067	30 760	42 637	47 336	63 991	20,8
Banques	14 072	16 398	23 733	18 651	27 639	9,0
Assurances	23 562	40 120	54 200	55 667	67 198	21,8
Transports et communications	2 410	3 519	3 000	3 253	7 009	2,3
Autres services	2 900	3 278	6 167	4 895	11 576	3,8
Total	163 922	190 638	240 655	253 596	307 798	100,0

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

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

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

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

Tableau 1.6

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p	Part en pour-cent
Industrie	920 578	915 749	949 336	954 353	934 538	57,9
Textile et habillement	44 249	44 441	43 312	55 379	49 199	3,0
Chimie et plastique	175 832	165 868	190 769	204 570	205 212	12,7
Métallurgie et machines	147 448	149 475	159 249	166 505	164 242	10,2
Electronique, énergie, optique et horlogerie	259 370	257 666	259 547	241 700	228 255	14,1
Autres industries et bâtiment	293 679	298 299	296 459	286 199	287 630	17,8
Services	510 651	539 215	619 643	657 591	679 053	42,1
Commerce	77 745	71 571	65 373	64 534	70 270	4,4
Sociétés financières et holdings	237 703	254 986	323 474	330 122	332 847	20,6
dont en mains étrangères ¹	220 003	239 630	308 889	308 104	298 155	18,5
Banques	23 084	24 849	33 482	33 784	35 879	2,2
Assurances	65 868	72 074	71 902	95 853	84 322	5,2
Transports et communications	43 046	53 827	43 188	43 761	45 191	2,8
Autres services	63 205	61 908	82 224	89 539	110 544	6,9
Total	1 431 229	1 454 964	1 568 979	1 611 945	1 613 591	100,0

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

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

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

	1995	1996	1997	1998 ^f	1999 ^p
Capital social					
Europe et pays industrialisés non européens					
UE	8 568	12 151	10 633	6 988	24 013
AELE	3 843	8 743	7 635	4 454	16 518
Europe centrale et orientale	3	-4	53	-123	104
Reste de l'Europe	925	179	226	766	540
Amérique du Nord	72	45	193	385	288
Autres pays industrialisés non européens ²	3 323	3 016	2 514	1 188	5 805
Pays nouvellement industrialisés	402	173	13	317	757
Asie ³	197	811	565	5 327	2 439
Amérique centrale et du Sud ⁴	80	865	796	3 861	1 648
Pays en développement	118	-54	-232	1 465	791
Asie	874	144	2 317	4 634	1 196
Amérique centrale et du Sud	432	1 047	634	465	284
Afrique	398	-943	1 606	4 146	881
Ensemble des pays	44	40	78	24	30
	9 638	13 106	13 515	16 949	27 648
	1995	1996	1997	1998 ^f	1999 ^p
Bénéfices réinvestis					
Europe et pays industrialisés non européens					
UE	2 941	5 256	7 004	6 145	11 432
AELE	1 225	3 776	5 053	4 182	4 897
Europe centrale et orientale	36	38	124	19	242
Reste de l'Europe	-53	89	-32	-244	358
Amérique du Nord	28	51	108	-956	375
Autres pays industrialisés non européens ²	1 625	1 247	1 518	2 833	5 340
Pays nouvellement industrialisés	79	55	233	311	221
Asie ³	289	445	1 343	1 357	3 929
Amérique centrale et du Sud ⁴	198	481	1 355	1 794	3 613
Pays en développement	92	-36	-12	-437	316
Asie	481	764	1 542	-300	3 113
Amérique centrale et du Sud	-4	24	-93	-202	-264
Afrique	504	692	1 550	-146	3 081
Ensemble des pays	-20	48	84	49	295
	3 711	6 465	9 889	7 203	18 474

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p
Crédits					
Europe et pays industrialisés non européens					
UE	2 499	94	4 127	2 957	7 069
AELE	1 141	4	-92	1 518	3 466
Europe centrale et orientale	2	20	3	11	7
Reste de l'Europe	29	93	21	653	243
Amérique du Nord	21	-47	13	122	71
Autres pays industrialisés non européens ²	1 030	-554	4 026	437	3 415
Pays nouvellement industrialisés	-542	150	269	248	-396
Asie ³	-519	-200	232	33	-599
Amérique centrale et du Sud ⁴	-23	350	37	215	203
Pays en développement	-868	149	-2 066	-147	1 210
Asie	31	163	88	178	39
Amérique centrale et du Sud	-900	-16	-2 222	-355	1 204
Afrique	1	2	68	30	-33
Ensemble des pays	1 089	392	2 331	3 058	7 883

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p
Total					
Europe et pays industrialisés non européens					
UE	14 007	17 500	21 765	16 090	42 515
AELE	6 210	12 522	12 596	10 154	24 882
Europe centrale et orientale	41	54	181	-93	353
Reste de l'Europe	901	361	215	1 175	1 141
Amérique du Nord	121	49	314	-449	734
Autres pays industrialisés non européens ²	5 978	3 709	8 058	4 458	14 560
Pays nouvellement industrialisés	-55	1 406	2 176	6 932	5 972
Asie ³	-242	1 146	2 383	5 689	4 662
Amérique centrale et du Sud ⁴	186	260	-207	1 243	1 310
Pays en développement	487	1 057	1 793	4 187	5 518
Asie	459	1 234	629	441	60
Amérique centrale et du Sud	2	-267	935	3 645	5 167
Afrique	25	90	230	102	292
Ensemble des pays	14 438	19 964	25 734	27 209	54 005

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

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

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

4 Argentine, Brésil, Chili, Mexique

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

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

Tableau 2.1

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p
1. Europe et pays industrialisés non européens	2 599	3 790	9 629	11 763	16 962
UE, dont	2 509	2 233	5 927	5 625	9 640
Belgique	23	70	-4	-50	247
Danemark	0	9	21	27	-52
Allemagne	441	1 308	2 871	2 715	3 004
France	-33	571	517	-393	727
Italie	-65	-807	111	1 584	476
Luxembourg	179	317	1 682	505	431
Pays-Bas	1 884	381	498	1 612	-1 052
Autriche	30	1	68	38	114
Suède	374	337	165	75	-1
Espagne	7	10	18	-113	475
Royaume-Uni ²	126	-170	-161	-378	5 235
AELE	0	0	2	0	3
Reste de l'Europe, dont	42	36	24	12	27
Turquie	12	30	2	22	23
Amérique du Nord	363	1 476	3 778	6 509	8 760
Canada	16	-50	-46	-55	30
Etats-Unis	346	1 526	3 824	6 564	8 729
Autres pays industrialisés non européens, dont	-315	45	-101	-383	-1 467
Japon	-315	-15	-326	-457	-1 512
2. Pays nouvellement industrialisés	16	21	-65	-10	-11
3. Pays en développement	14	-6	67	1 211	158
Asie, dont	41	-42	32	-47	44
Israël	36	-46	18	36	36
Amérique centrale et du Sud	-29	34	33	1 255	112
Afrique	2	2	2	3	3
Ensemble des pays	2 629	3 805	9 631	12 963	17 110

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

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

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

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

Tableau 2.2

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p	Part en pour-cent
1. Europe et pays industrialisés non européens	64 657	71 682	85 229	97 028	122 425	98,3
UE, dont	44 794	49 887	60 706	65 650	79 459	63,8
Belgique	465	595	604	569	1 402	1,1
Danemark	153	169	207	329	825	0,7
Allemagne	7 801	9 474	14 497	15 944	16 226	13,0
France	9 894	10 483	10 306	11 891	15 931	12,8
Italie	5 481	4 686	4 564	5 762	6 007	4,8
Luxembourg	1 844	1 913	3 514	4 906	3 598	2,9
Pays-Bas	11 769	15 549	19 852	19 696	22 217	17,8
Autriche	357	327	370	345	550	0,4
Suède	3 503	3 867	4 010	4 089	4 280	3,4
Espagne	183	245	254	162	540	0,4
Royaume-Uni ¹	3 073	2 260	2 092	1 751	7 508	6,0
AELE	21	16	16	17	16	0,0
Reste de l'Europe, dont	195	248	266	333	298	0,2
Turquie	79	110	112	128	155	0,1
Amérique du Nord	16 389	17 668	20 477	28 031	40 101	32,2
Canada	333	285	252	197	205	0,2
États-Unis	16 056	17 383	20 225	27 834	39 896	32,0
Autres pays industrialisés non européens, dont	3 259	3 863	3 763	2 997	2 552	2,0
Japon	3 259	3 133	2 754	1 973	1 154	0,9
2. Pays nouvellement industrialisés	65	95	56	53	46	0,0
3. Pays en développement	929	819	1 334	2 020	2 127	1,7
Asie, dont	588	507	630	574	996	0,8
Israël	397	286	332	354	741	0,6
Amérique centrale et du Sud	280	251	637	1 376	1 061	0,9
Afrique	61	61	67	70	70	0,1
Ensemble des pays	65 651	72 596	86 618	99 101	124 598	100,0

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

^r Chiffres révisés

^p Chiffres provisoires

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

Tableau 2.3

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p
Industrie	1 415	2 184	4 264	3 069	3 190
Chimie et plastique	231	946	2 362	3 029	361
Métallurgie et machines	-30	-32	1 691	28	-394
Electronique, énergie, optique et horlogerie	529	1 015	204	-55	2 293
Autres industries et bâtiment	686	255	6	69	930
Services	1 214	1 622	5 367	9 894	13 920
Commerce	289	380	362	971	771
Sociétés financières et holdings	-1 092	123	4 038	5 165	5 270
Banques	83	763	558	2 253	188
Assurances	²	²	²	1 220	4 863
Transports et communications	²	²	²	66	1 853
Autres services	1 935	356	409	218	977
Total	2 629	3 805	9 631	12 963	17 110

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

2 Jusqu'en 1997, sous «Autres services».

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

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

Tableau 2.4

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p	Part en pour-cent
Industrie	9 404	10 156	15 389	18 906	22 251	17,9
Chimie et plastique	2 372	2 333	5 108	7 816	7 400	5,9
Métallurgie et machines	505	414	2 173	2 524	1 034	0,8
Electronique, énergie, optique et horlogerie	4 914	5 737	6 452	6 583	9 302	7,5
Autres industries et bâtiment	1 613	1 672	1 656	1 982	4 515	3,6
Services	56 247	62 440	71 229	80 196	102 348	82,1
Commerce	9 110	9 708	12 120	12 612	15 401	12,4
Sociétés financières et holdings	30 416	35 119	39 675	43 674	54 146	43,5
Banques	13 968	14 731	15 276	16 922	17 830	14,3
Assurances	¹	¹	¹	4 139	9 093	7,3
Transports et communications	¹	¹	¹	545	2 738	2,2
Autres services	2 752	2 882	4 159	2 304	3 140	2,5
Total	65 651	72 596	86 618	99 101	124 598	100,0

¹ Jusqu'en 1997, sous «Autres services».

^r Chiffres révisés
^p Chiffres provisoires

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

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p
Capital social					
Europe et pays industrialisés non européens	2 452	1 548	6 017	4 026	7 387
UE et AELE	2 430	1 358	3 790	1 172	5 824
Reste de l'Europe	34	20	15	11	13
Amérique du Nord	90	177	2 487	3 296	3 158
Autres pays industrialisés non européens ²	-103	-7	-275	-454	-1 608
Pays nouvellement industrialisés	8	20	-61	-4	0
Pays en développement	5	-66	10	1 071	48
Ensemble des pays	2 464	1 502	5 966	5 093	7 435

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p
Bénéfices réinvestis					
Europe et pays industrialisés non européens	768	2 889	1 171	6 358	8 928
UE et AELE	438	1 314	2 178	2 997	3 351
Reste de l'Europe	9	16	8	0	14
Amérique du Nord	377	1 502	-1 204	3 289	5 516
Autres pays industrialisés non européens ²	-55	57	189	71	48
Pays nouvellement industrialisés	9	1	3	2	0
Pays en développement	48	41	71	142	100
Ensemble des pays	825	2 930	1 245	6 502	9 028

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p
Crédits					
Europe et pays industrialisés non européens	-621	-646	2 440	1 379	647
UE et AELE	-359	-439	-39	1 456	468
Reste de l'Europe	-1	0	0	0	1
Amérique du Nord	-105	-203	2 494	-76	86
Autres pays industrialisés non européens ²	-157	-5	-15	0	93
Pays nouvellement industrialisés	0	0	-7	-8	-11
Pays en développement	-39	19	-14	-3	11
Ensemble des pays	-660	-627	2 420	1 368	647

	1995	1996	1997	1998 ^r	1999 ^p
Total					
Europe et pays industrialisés non européens	2 599	3 790	9 629	11 763	16 962
UE et AELE	2 509	2 233	5 929	5 625	9 643
Reste de l'Europe	42	36	23	12	27
Amérique du Nord	363	1 476	3 778	6 509	8 760
Autres pays industrialisés non européens ²	-315	45	-101	-383	-1 467
Pays nouvellement industrialisés	16	21	-65	-10	-11
Pays en développement	14	-6	67	1 211	158
Ensemble des pays	2 629	3 805	9 631	12 963	17 110

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

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

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires

La position extérieure nette de la Suisse en 1999

Les avoirs et engagements extérieurs de la Suisse englobent les investissements de portefeuille, les investissements directs, les réserves monétaires de la Banque nationale, mais aussi les autres avoirs et engagements financiers des résidents vis-à-vis de l'étranger. Les investissements directs comprennent le capital social et les crédits accordés aux filiales à l'étranger. Les investissements de portefeuille portent sur les actions, parts de fonds de placement, emprunts obligataires et papiers monétaires. Les crédits bancaires constituent la majeure partie des autres avoirs et engagements financiers vis-à-vis de l'étranger. Autant que possible, les avoirs et engagements sont évalués et ventilés conformément aux recommandations du Fonds monétaire international. En fin d'année, ces actifs et passifs sont évalués aux prix du marché, à l'exception des investissements directs qui sont pris en considération à leur valeur comptable. En outre, l'encaisse-or de la Banque nationale est évaluée au prix officiel en vigueur à fin 1999.

En 1999, les actifs suisses à l'étranger ont progressé d'un cinquième pour atteindre 1 972 milliards de francs. Les passifs envers l'étranger ont augmenté de 23%, passant à 1 416 milliards de francs. Tant du côté des actifs que de celui des passifs, la croissance a atteint presque le double de celle de 1998. La position nette vis-à-vis de l'extérieur s'élevait à 556 milliards de francs à fin 1999. Elle s'est accrue de 62 milliards de francs, après une progression de 45 milliards en 1998. En pourcentage du produit intérieur brut, elle s'inscrivait à 143% à fin 1999, contre 130% un an auparavant.

Pour l'essentiel, la variation de la position extérieure nette découle des nouveaux investissements opérés, ainsi que de l'évolution des cours boursiers et de change. La vive expansion que les avoirs à l'étranger ont enregistrée en 1999 s'explique à raison des trois quarts par de nouveaux investissements. Le quart restant a résulté avant tout de la hausse des cours des titres et de la revalorisation du dollar des Etats-Unis. La croissance des passifs envers l'étranger est due pour 70% environ à de nouveaux investissements et pour 30% à des variations dans l'évaluation.

Position extérieure nette de la Suisse

Tableau 1

Etat en fin d'année	1985	1990	1995	1997	1998 ^r	1999 ^p	Variation en % par rapport à fin 1998
Actifs en mrds fr.	527,8	733,0	989,8	1469,2	1647,0	1972,0	19,7
Passifs en mrds fr.	298,1	450,7	640,2	1020,1	1153,2	1416,2	22,8
Position nette en mrds fr.	229,7	282,3	349,6	449,1	493,7	555,8	12,6
Actifs en % du PIB	222,5	231,0	272,4	395,6	432,3	507,0	17,3
Passifs en % du PIB	125,7	142,0	176,2	274,7	302,7	364,1	20,3
Position nette en % du PIB	96,8	89,0	96,2	120,9	129,6	142,9	10,2

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

Composition des actifs à l'étranger

Après une progression de 15% en 1998, les investissements en titres étrangers ont augmenté de 26% pour s'établir à 811 milliards de francs à fin 1999. Ils formaient 41% de l'ensemble des actifs à l'étranger, contre 39% à fin 1998. Les placements en actions se sont accrus de 50%, et ceux en parts de fonds de placement, de 29%; ces fortes expansions s'expliquent par de nouveaux investissements, pour des montants élevés, et par la hausse des cours boursiers des titres. Les titres de créance (emprunts obligataires et papiers monétaires) constituaient la moitié environ des investissements de portefeuille. A fin 1999, ils dépassaient de 11% leur montant de fin 1998; leur augmentation a donc été nettement moins forte que celle des titres de participation.

En 1999, les capitaux d'investissement direct à l'étranger ont progressé de 21%, passant à 308 mil-

liards de francs. Leur croissance a découlé des investissements élevés que les entreprises suisses ont opérés à l'étranger. En 1998, les capitaux d'investissement direct à l'étranger avaient peu augmenté à la suite surtout de l'évaluation faite en fin d'année.

Les avoirs à l'étranger de la Banque nationale s'établissaient à 70,3 milliards de francs à fin 1999, contre 69 milliards un an auparavant. Ces avoirs ayant peu progressé, leur part à l'ensemble des actifs suisses à l'étranger a une nouvelle fois diminué légèrement.

Les autres actifs à l'étranger – avant tout des crédits bancaires – atteignaient 783 milliards de francs à fin 1999. Ils dépassaient de 16% le montant observé un an auparavant. Du fait de la forte expansion des créances sur les banques à l'étranger, les crédits bancaires se sont accrus de 18%, passant à 538 milliards de francs.

Composition des actifs à l'étranger en milliards de francs¹

Tableau 2

Etat en fin d'année	1985	1990	1995	1997	1998 ^r	1999 ^p	Variation en % par rapport à fin 1998	1999 Part en %
Investissements directs ²	52,1	85,6	163,9	240,7	253,6	307,8	21,4	15,6
<i>Capital social</i>	42,7	73,0	141,5	212,6	225,3	265,4	17,8	13,5
<i>Crédits</i>	9,4	12,7	22,4	28,1	28,3	42,4	49,5	2,1
Investissements de portefeuille	200,5	248,1	399,3	557,1	646,3	811,0	25,5	41,2
<i>Emprunts obligataires</i>	150,2	191,7	257,6	313,7	349,7	384,4	9,9	19,5
<i>Papiers monétaires³</i>	2,0	2,6	2,9	2,6	8,1	11,3	39,0	0,6
<i>Actions et parts de fonds de placement</i>	48,3	53,9	138,7	240,8	288,5	415,4	44,0	21,1
<i>Actions</i>	nd	nd	nd	nd	200,7	302,0	50,5	15,3
<i>Parts de fonds de placement</i>	nd	nd	nd	nd	87,9	113,4	29,0	5,8
Autres actifs à l'étranger (sans les réserves monétaires)	225,2	350,0	370,6	602,8	678,1	782,8	15,5	39,7
dont								
<i>Crédits bancaires⁴</i>	155,4	172,3	210,6	402,7	457,9	537,9	17,5	27,3
<i>Crédits accordés par les entreprises⁵</i>	24,6	40,3	64,3	80,2	94,7	101,8	7,5	5,2
<i>Crédits accordés par les collectivités publiques</i>	1,4	1,5	1,1	0,9	0,9	0,8	-8,8	0,0
Réserves monétaires	50,0	49,2	56,0	68,7	69,0	70,3	1,9	3,6
<i>Or</i>	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	0,0	0,6
<i>Devises</i>	36,8	37,2	41,8	53,3	52,8	54,6	3,4	2,8
<i>Autres réserves monétaires</i>	1,4	0,1	2,3	3,5	4,3	3,8	-11,3	0,2
Total	527,8	733,0	989,8	1 469,2	1 647,0	1 972,0	19,7	100,0

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

3 Jusqu'en 1997, uniquement les papiers monétaires détenus par les banques.
4 Comptoirs en Suisse des banques (depuis 1999, sans les prêts de titres).
5 Sans les crédits accordés à des filiales, etc. Ces crédits entrent dans la composition des investissements directs.

r Chiffres révisés
p Chiffres provisoires
nd Chiffres non disponibles

Composition des passifs envers l'étranger

En 1999, les titres suisses en mains étrangères ont augmenté de 12% pour s'établir à 543 milliards de francs. De ce montant, 77% étaient des actions et 13% des parts de fonds de placement, le solde étant constitué de titres de créance. Les parts de fonds de placement en mains étrangères se sont vivement accrues; à fin 1999, elles dépassaient de 29% leur montant de fin 1998. Par contre, les actions suisses en mains étrangères ont nettement moins augmenté, les non-résidents ayant peu investi dans ce domaine en 1999.

Les investissements directs étrangers en Suisse ont, en 1999 également, marqué une forte expansion. Les entreprises étrangères ont en effet beaucoup investi en Suisse. Depuis 1995, les capitaux d'investissement direct étrangers en Suisse ont presque doublé pour atteindre 125 milliards de francs.

Les autres passifs envers l'étranger s'établissaient à 749 milliards de francs à fin 1999. Ils ont augmenté de 32% à la suite surtout de l'expansion massive des engagements envers les banques. Ces engagements se sont accrus de 38% pour atteindre 549 milliards de francs. Les engagements des entreprises – crédits obtenus de l'étranger – dépassaient de 7% leur montant de fin 1998.

Composition des passifs envers l'étranger en milliards de francs¹

Tableau 3

Etat en fin d'année	1985	1990	1995	1997	1998 ^r	1999 ^p	Variation en % par rapport à fin 1998	1999 Part en %
Investissements directs ²	21,0	44,4	65,7	86,6	99,1	124,6	25,7	8,8
<i>Capital social</i>	20,6	44,9	64,9	82,0	98,1	121,4	23,8	8,6
<i>Crédits</i>	0,4	-0,5	0,7	4,6	1,0	3,2	220,8	0,2
Investissements de portefeuille	99,5	121,5	240,0	397,0	485,2	543,0	11,9	38,3
<i>Emprunts obligataires</i>	11,4	19,2	33,7	38,3	40,4	47,2	17,0	3,3
<i>Papiers monétaires</i>	nd	nd	nd	nd	0,6	0,6	0,0	0,0
<i>Actions</i>	72,4	80,2	171,2	317,3	388,3	423,2	9,0	29,9
<i>Parts de fonds de placement</i>	15,7	22,1	35,1	41,4	55,9	72,0	28,7	5,1
Autres passifs envers l'étranger	177,7	284,8	334,6	536,5	568,9	748,5	31,6	52,9
dont								
<i>Crédits bancaires³</i>	123,5	172,2	207,5	374,9	398,9	548,5	37,5	38,7
<i>Crédits à des entreprises⁴</i>	18,5	27,9	52,5	70,1	74,8	80,3	7,4	5,5
<i>Crédits à des collectivités publiques</i>	nd	0,1	0,7	0,9	0,9	0,8	-5,7	0,1
Total	298,1	450,7	640,2	1 020,1	1 153,2	1 416,2	22,8	100,0

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

2 Participations étrangères de 10% et davantage au capital d'entreprises en Suisse et crédits à des filiales, participations et succursales en Suisse.

3 Comptoirs en Suisse des banques (depuis 1999, sans les prêts de titres).

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

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

nd Chiffres non disponibles

Répartition par monnaies

Entre fin 1998 et fin 1999, la part des actifs en francs suisses a diminué, passant de 19% à 15%. Celle des placements en dollars des Etats-Unis a en revanche augmenté de 3 points pour s'établir à 34%. La part de l'euro – y compris les monnaies nationales des pays participant à l'Union monétaire européenne – à l'ensemble des actifs à l'étranger s'élevait à 25% à la fin de la première année après le lancement de la monnaie unique européenne. En outre, 25% des actifs à l'étranger étaient libellés dans les diverses autres monnaies («Autres monnaies»).

Dans les passifs envers l'étranger, la part du franc suisse s'établissait à 53% à fin 1999, contre 61% un an auparavant. Elle a donc fléchi davantage que du côté des actifs. La part du dollar a progressé, passant de 21% à 24%. Tant l'euro que les «Autres monnaies» avaient des parts de 11% à fin 1999. Un an auparavant, le mark allemand et les «Autres monnaies» formaient ensemble une part de 17% des passifs envers l'étranger.

Répartition par monnaies des actifs à l'étranger, à fin 1998 et 1999 en milliards de francs¹ Tableau 4

Etat en fin d'année	Investissements directs	Investissements de portefeuille	Autres actifs (sans les réserves monétaires)	Réserves monétaires	Total	Part en %
1998^r						
CHF	7,6	164,1	137,3	0,0	309,0	18,8
USD	58,9	180,2	236,6	30,5	506,2	30,7
DEM	19,2	83,1	71,1	16,3	189,6	11,5
Autres monnaies ²	167,9	218,8	228,5	10,3	625,5	38,0
Métaux précieux	0,0	0,0	4,7	11,9	16,6	1,0
Total	253,6	646,3	678,1	69,0	1 647,0	100,0
1999^p						
CHF	11,7	180,4	98,8	0,0	290,9	14,8
USD	69,6	237,8	335,1	31,9	674,4	34,2
EUR ³	97,0	237,6	146,6	20,1	501,1	25,4
Autres monnaies ²	129,5	155,3	195,3	6,4	486,5	24,7
Métaux précieux	0,0	0,0	7,1	11,9	19,0	1,0
Total	307,8	811,0	782,8	70,3	1 972,0	100,0

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

2 Entre fin 1998 et fin 1999, ce poste n'est pas comparable.

3 Y compris les monnaies nationales des pays participant à l'UEM.

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

Répartition par monnaies des passifs envers l'étranger, à fin 1998 et 1999
en milliards de francs¹

Tableau 5

Etat en fin d'année	Investisse- ments directs	Investisse- ments de portefeuille	Autres passifs	Total	Part en %
1998^r					
CHF	98,8	430,0	169,9	698,7	60,6
USD	1,4	16,7	228,0	246,1	21,3
DEM	-0,4	10,0	43,2	52,8	4,6
Autres monnaies ²	-0,6	28,5	118,7	146,6	12,7
Métaux précieux	0,0	0,0	9,1	9,1	0,8
Total	99,1	485,2	568,9	1 153,2	100,0
1999^p					
CHF	123,5	460,7	173,2	757,4	53,5
USD	1,1	28,3	311,1	340,5	24,0
EUR ³	-0,1	35,7	120,6	156,2	11,0
Autres monnaies ²	0,0	18,3	132,7	151,1	10,7
Métaux précieux	0,0	0,0	10,9	10,9	0,8
Total	124,6	543,0	748,5	1 416,2	100,0

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

2 Entre fin 1998 et fin 1999, ce poste n'est pas comparable.

3 Y compris les monnaies nationales des pays participant à l'UEM.

r Chiffres révisés

p Chiffres provisoires

L'inflation sous-jacente en Suisse

par Sophie M. Faber, Direction de la gestion des risques,
Banque nationale suisse, Zurich
et Andreas M. Fischer, Direction des études économiques,
Banque nationale suisse, Zurich

L'inflation dans le long terme est perçue de façon consensuelle comme un phénomène monétaire.

A court et à moyen terme cependant, diverses perturbations afférentes à l'économie réelle peuvent influencer sur le taux d'inflation et accroître sa volatilité. La banque centrale doit alors s'efforcer de distinguer une évolution inflationniste d'origine monétaire des fluctuations du niveau des prix dues à des perturbations réelles.

En principe, la meilleure solution serait de construire et d'estimer un modèle économétrique pour déterminer la production et les prix. Ce modèle serait ensuite utilisé pour essayer d'identifier l'inflation causée par des facteurs monétaires. Eckstein (1981), à qui l'on doit la notion d'inflation sous-jacente, ainsi que Quah et Vahey (1995) ont suivi cette voie. Cette méthode pose toutefois des problèmes dans la mesure où les résultats sont fortement influencés par le choix du modèle, alors même qu'aucun modèle ne fait l'objet d'une acceptation générale. De plus, elle n'est pas facile à communiquer à un large public. Pour ces raisons, diverses méthodologies simplifiées permettant de calculer l'inflation sous-jacente ont, dans la pratique, été adoptées.

Une méthode simple consiste à éliminer du panier-type¹ de l'indice des prix à la consommation (IPC) les biens dont les prix sont fréquemment influencés par des perturbations temporaires et exogènes. Il s'agit notamment des produits énergétiques et alimentaires. Cette méthode est devenue très populaire ces dernières années; l'indice des prix à la consommation ainsi rectifié est utilisé pour mesurer l'inflation par de nombreux pays qui se sont expressément fixés un objectif direct de renchérissement.

Proposée par Bryan et Cecchetti (1994), une autre méthode consiste à éliminer, pour chaque période, les catégories de produits dont les prix varient le plus fortement à la hausse ou à la baisse. En d'autres termes, les extrémités de la distribution des variations des prix observées sont éliminées. C'est la raison pour laquelle cette méthode est souvent appelée méthode de la moyenne élaguée.

Les deux méthodes aboutissent à des taux d'inflation sous-jacente dont la volatilité est plus faible et la persistance plus grande que le taux de variation de l'IPC non rectifié. Elles se basent sur des informations qui se rapportent aux dernières variations des composants de l'IPC par rapport à la période précédente et non sur l'analyse de longues séries temporelles. La présente étude examine la pertinence d'utiliser les taux d'inflation sous-jacente ainsi obtenus comme indicateurs de l'évolution de l'inflation en Suisse.

Dans la première partie, ces deux méthodes visant à mesurer l'inflation sous-jacente sont examinées et complétées par une méthode consistant à laisser varier dans le temps le nombre (pondéré) des catégories de biens éliminées. La deuxième partie décrit les caractéristiques de la distribution des variations de prix des composants de l'IPC et l'évolution des mesures de l'inflation sous-jacente calculées. Dans la troisième partie, nous nous demandons si l'inflation sous-jacente permet d'améliorer la prévision de l'inflation mesurée par l'IPC. En outre, nous examinons la corrélation entre l'expansion de la masse monétaire et six mesures différentes de l'inflation; il s'agit de l'inflation mesurée par l'IPC (non rectifiée), de l'inflation mesurée par l'IPC sans les denrées alimentaires et l'énergie, ainsi que de quatre formes de la moyenne élaguée des variations de prix des composants de l'IPC. Quant à la quatrième partie, elle est consacrée à nos conclusions.

1 Méthodes pour mesurer l'inflation sous-jacente

1.1 Indice des prix à la consommation excluant divers composants

Quelques définitions de l'inflation sous-jacente utilisées par les banques centrales des principaux pays industrialisés figurent dans le tableau 1. Le nombre de catégories de produits exclues de l'IPC est relativement limité. Quelques banques centrales, telle la Riksbank de Suède, identifient plusieurs taux d'inflation sous-jacente.

1 Panier fixe de biens et de services

Pays:	Mesure de l'inflation sous-jacente:
Zone euro/BCE	Indice des prix harmonisé, hormis produits énergétiques et alimentaires non manufacturés
Japon	IPC hormis produits alimentaires frais
Canada	IPC hormis impôts indirects, produits alimentaires et énergétiques
Suède	IPC hormis intérêts hypothécaires, effets des impôts et subventions (=UND1); UND1 sans produits pétroliers (=UND2); UND1 sans importations (=UNDINH)
Royaume-Uni	Indice des prix de détail (Retail Price Index) hormis intérêts de la dette
Etats-Unis	IPC hormis produits alimentaires et énergétiques

Les produits énergétiques et alimentaires sont les catégories de biens les plus fréquemment exclues. Dans certains pays, ces catégories sont définies de façon plus stricte et sont, par exemple, limitées aux produits pétroliers ainsi qu'aux fruits et légumes frais. L'exclusion de ces deux catégories de produits est due à une volatilité particulièrement élevée de leurs prix, dominés par les fluctuations de l'offre sur lesquelles la politique monétaire n'a aucune influence.

Il est un deuxième composant qui est souvent exclu: les impôts indirects. Bien qu'il soit habituellement peu volatil, il n'est aucunement lié à la politique monétaire ou aux conditions monétaires. Une hausse des impôts indirects renchérit l'offre de produits et a ainsi le même impact qu'une diminution de l'offre.

Les intérêts de la dette hypothécaire est un troisième élément qui est également fréquemment éliminé. La principale raison réside dans le fait qu'un relèvement des taux peut provisoirement entraîner une hausse du renchérissement mesuré, dissimulant ainsi l'effet de modération sur l'évolution des prix qui, finalement, doit en résulter. Ce phénomène apparaît surtout en Grande-Bretagne, mais aussi en Suisse (par le biais du loyer des logements).

En Suisse, l'Office fédéral de la statistique (OFS) publie, depuis la révision de l'indice national des prix à la consommation en mai 2000, deux mesures de l'inflation sous-jacente. Elles se fondent sur la méthodologie décrite ci-dessus qui consiste à réduire de quelques composants le panier-type de l'IPC. L'inflation sous-jacente 1 de l'OFS exclut les produits alimentaires, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants et comprend 77 % du

panier initial. L'inflation sous-jacente 2 se définit comme l'inflation sous-jacente 1, déduction faite des produits dont les prix sont administrés. Elle inclut 62 % du panier de l'IPC.

L'avantage de la méthode décrite dans ce chapitre réside dans sa simplicité. Cependant, il semble discutable que les composants de l'IPC ne soient pas éliminés sur la base de critères clairs. La volatilité des prix des produits alimentaires et énergétiques est certes élevée, mais d'autres biens à forte volatilité ne sont cependant pas exclus du panier-type. De plus, les deux catégories mentionnées comprennent divers produits dont la volatilité des prix n'est pas supérieure à la moyenne.

² Source: Bryan et Cecchetti (1999), rapports sur l'inflation et rapports de gestion de quelques banques centrales

1.2 Moyenne élaguée

Bryan et Cecchetti (1994), avec la méthode de la moyenne élaguée, ont proposé un autre critère de sélection, reposant sur des réflexions d'ordre statistique. Les auteurs ont examiné la distribution des variations de prix des divers composants de l'IPC mesurées durant une période déterminée. Les recherches menées dans différents pays ont montré que ces variations de prix n'ont pas une distribution normale. Elles ont, de surcroît, une trop forte masse aux extrémités (*fat tails*). Dans ces circonstances, il est bien connu que la moyenne arithmétique de l'échantillon ne permet pas une estimation fiable de la moyenne théorique de la population. On parvient cependant à une estimation plus fiable en éliminant les valeurs extrêmes des deux côtés de la distribution. A la limite, lorsque 50% des observations des deux côtés de la distribution sont éliminées, on obtient la médiane.

Une deuxième caractéristique fréquemment observée des variations de prix des divers composants de l'IPC est la dissymétrie de la distribution. Cette dissymétrie peut s'expliquer de diverses façons. Ball et Mankiw (1995), par exemple, suggèrent que les adaptations de prix engendrent des coûts. Les prix ne seraient ainsi adaptés que lorsque la diminution des recettes résultant de la non-modification des prix dépasserait le coût de leurs adaptations. Ainsi, les entreprises qui veulent baisser le prix relatif de leurs produits auront tendance, dans un contexte de hausse générale des prix, à maintenir leurs prix constants. En effet, les prix baisseront de façon relative au fil du temps sans qu'une adaptation coûteuse des prix ne soit nécessaire. A l'inverse, les entreprises désireuses d'augmenter leurs prix relatifs s'éloignent de leur objectif optimal lorsqu'elles renoncent à adapter leurs prix. Par conséquent, elles s'accommoderont des coûts d'adaptation et augmenteront leurs prix. Il en résulte une distribution asymétrique des variations de prix sur la droite, la médiane étant inférieure à la moyenne.³ Dans ces conditions, la moyenne de l'échantillon conduirait à une estimation faussée de la moyenne de la population. En éliminant les extrémités de la distribution des variations de prix en coupe transversale, nous obtenons une distribution élaguée dont la moyenne est plus proche de la médiane que la moyenne de la distribution non rectifiée.^{4,5}

Depuis quelques années, la Banque nationale suisse (BNS) calcule l'inflation sous-jacente à des fins internes pour son analyse conjoncturelle. Pour

3 Voir Ball et Mankiw (1995), Balke et Wynne (1996), ainsi que Bryan et Cecchetti (1999) pour une plus ample discussion.

4 Si l'écart entre la moyenne et la médiane est utilisé comme mesure de la dissymétrie, il est évident que cet écart diminue lorsque les extrémités de la distribution sont éliminées.

ce faire, elle se base sur la méthode de la moyenne élaguée. Depuis quelques temps, elle commente également ce taux d'inflation dans son rapport trimestriel sur la situation économique et monétaire de la Suisse.

1.3 Quelques définitions

Dans ce chapitre, la moyenne élaguée des variations de prix des divers composants de l'IPC sera décrite formellement. Le renchérissement d'un composant du panier-type de l'IPC durant une période se définit par:

$$(1) \quad \pi_{it} = \ln(p_{it}/p_{it-1}) \cdot 100,$$

où p_{it} correspond au niveau de l'indice du produit i au moment t . Le renchérissement agrégé au moment t se définit par:

$$(2) \quad \pi_t = \sum_{i=1}^n \omega_i \pi_{it},$$

avec $\omega_i > 0$ et $\sum_{i=1}^n \omega_i = 1$, où ω_i désigne les pondérations des composants de l'indice des prix.

Pour calculer la moyenne pondérée élaguée, les variations de prix des n composants seront ordonnées selon $\pi_{1t} < \pi_{jt} \dots < \pi_{nt}$. De plus, on choisira un paramètre α indiquant dans quelle mesure les extrémités de la distribution des variations de prix doivent être raccourcies. Ainsi, la moyenne élaguée α est calculée selon la formule suivante:

$$(3) \quad \pi_{t,\alpha} = \frac{1}{1-2\alpha} \sum_{i=1}^n \omega_i \pi_{it} I_\alpha(\omega_i)$$

avec la fonction indicateur I_α , telle que:

$$(4) \quad I_\alpha(\omega_i) = \begin{cases} 1, & \text{si } \alpha < \sum_{j=1}^i \omega_j < 1-\alpha \\ 0, & \text{dans les autres cas.} \end{cases}$$

Les équations (3) et (4) correspondent à l'estimation de l'inflation sous-jacente proposée par Bryan et Cecchetti (1994). Il est aisé de voir que la moyenne $\pi_{t,0}$ et la médiane $\pi_{t,0,5}$ sont deux cas particuliers de la distribution des variations de prix.

5 La moyenne élaguée n'a pas pour objectif de résoudre le problème de la distorsion de l'IPC causée par des changements de qualité des produits ou par d'autres facteurs. Cette distorsion est la raison principale pour laquelle les banques centrales fixent leur objectif de stabilité des prix à un taux de 1 ou 2%.

Un problème se pose lorsque la distribution est asymétrique à droite ou à gauche de façon permanente. Dans ce cas, la moyenne élaguée est une estimation faussée de la tendance inflationniste. Si la médiane, cas particulier de la moyenne élaguée, est en permanence plus basse que la moyenne, elle sous-estime la tendance inflationniste. Pour résoudre ce problème, Roger (1997) a suggéré d'élaguer les extrémités de manière asymétrique en incluant dans l'expression un paramètre de centrage c , afin de rapprocher la médiane de la moyenne. Dans ce cas, la fonction indicateur (4) se définit par:

$$(5) \quad I_{\alpha}(\omega_i) = \begin{cases} 1, & \text{si } \alpha+c < \sum_{j=1}^i \omega_j < 1-\alpha+c \\ 0, & \text{dans les autres cas} \end{cases}$$

où $-\alpha < c < \alpha$. Roger (1997) propose différentes méthodes pour identifier c .

1.4 Stratégies pour déterminer la valeur du paramètre d'élagage

La stratégie la plus simple pour déterminer la valeur du paramètre d'élagage consiste à fixer arbitrairement une valeur de α . La médiane, concept statistique connu et donc facile à communiquer, s'y prête bien. Toutefois, la médiane n'est pas forcément la moyenne élaguée optimale.

Bryan et Cecchetti (1994, 1997) ont proposé de choisir α de manière à minimiser la somme des carrés des écarts entre la moyenne élaguée et une moyenne mobile de l'inflation mesurée par l'IPC; la moyenne mobile est calculée sur une base de 12 trimestres.

Par le passé, nous avons souvent choisi une troisième possibilité qui consiste à déterminer α de manière à minimiser la variance de la moyenne élaguée pendant la période d'observation, soit:

$$(6) \quad \min_{\alpha} \left(\sum_{t=1}^T \frac{(\pi_{t,\alpha} - \bar{\pi}_{\alpha})^2}{T} \right),$$

où $\bar{\pi}_{\alpha} = \sum_{t=1}^T \frac{\pi_{t,\alpha}}{T}$ correspond à la moyenne de l'échantillon de $\pi_{t,\alpha}$.

L'inconvénient de cette stratégie est qu'elle se base sur l'hypothèse que les variances sont constantes au fil du temps. Or, des études empiriques menées dans plusieurs pays démontrent que cette supposition n'est habituellement pas vérifiée.⁶ Johnson (1999) suggère que des changements dans le régime de politique monétaire et dans le comportement de l'inflation qui en résultent pourraient en être la cause.

Une forme plus générale de cette méthode consiste donc à laisser varier α au fil du temps. Dans ce cas, $\alpha(t)$ peut être déterminé par une méthode itérative grâce à laquelle la variance est minimisée au cours de m périodes. Il en résulte:

$$(7) \quad \min_{\alpha(t)} \left(\sum_{s=t-m+1}^t \frac{(\pi_{s,\alpha(t)} - \bar{\pi}_{\alpha(t)})^2}{m} \right),$$

où $\bar{\pi}_{\alpha(t)} = \sum_{s=t-m+1}^t \frac{\pi_{s,\alpha(t)}}{m}$. Dans un échantillon de T périodes, $T-m$ valeurs de α peuvent être déterminées.⁷

6 Voir Johnson (1999) pour le Canada, ainsi que Coimbra et Neves (1997) pour le Portugal.

7 Bryan, Cecchetti et Wiggins (1997) ont développé une moyenne élaguée variant au cours du temps. En ce qui concerne l'IPC des USA comprenant 36 composants, ils ont démontré que α demeure relativement stable dans le temps lorsque $m=40$.

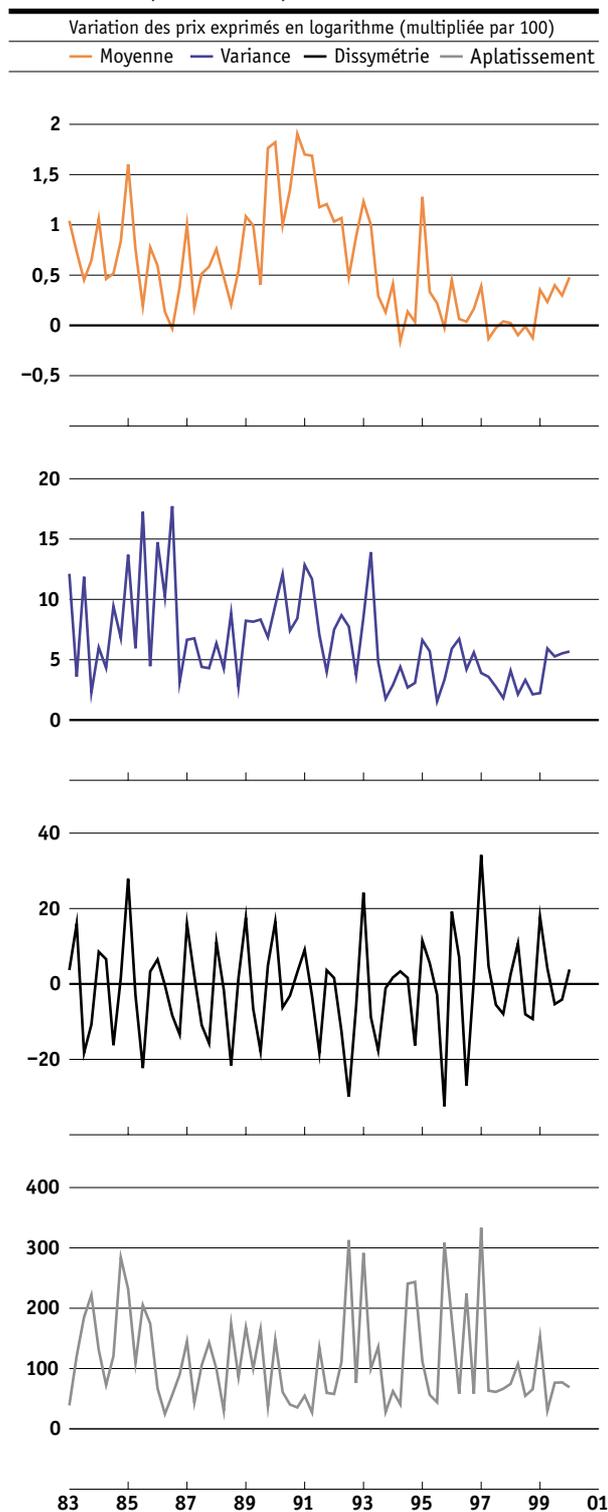
2 Calcul de l'inflation sous-jacente en Suisse

Dans ce chapitre, nous illustrerons par des graphiques les caractéristiques de la distribution des variations de prix des composants de l'IPC. La pondération des 201 composants correspond à celle de l'indice national des prix à la consommation révisé en 1993. Les données vont du deuxième trimestre 1983 au premier trimestre 2000.⁸ L'examen porte sur des données trimestrielles, puisqu'une partie des prix des biens n'est saisie qu'une fois par trimestre.⁹ Les données trimestrielles sont des moyennes des valeurs mensuelles.

Le graphique 1 montre l'évolution des quatre premiers moments de la distribution en coupe transversale des variations de prix des composants de l'IPC par rapport au trimestre précédent. La moyenne reflète bien les deux cycles d'inflation du début des années quatre-vingt et nonante. Comme aucune dissymétrie ne semble apparente à long terme, on peut renoncer à centrer la distribution comme cela figure dans l'équation (5). L'aplatissement (kurtosis) s'écarte sensiblement de zéro, c'est-à-dire que la répartition est trop forte aux extrémités (*fat tails*) de la distribution. En outre, elle est assez volatile à court terme, ce qui rend souhaitable une correction consistant à laisser varier dans le temps le paramètre d'élagage, $\alpha(t)$.

La valeur du paramètre d'élagage α a été déterminée selon la méthode de Cecchetti et Bryan (1994, 1999), ainsi qu'à l'aide de notre critère de variance. Avec la première méthode, l'écart minimal de la moyenne élaguée par rapport à sa moyenne mobile sur 12 trimestres a été obtenu pour $\alpha = 0,32$. Avec le critère de variance, la valeur optimale est à peine plus élevée ($\alpha = 0,40$). Les deux résultats sont assez proches de la médiane. En outre, l'examen, en fonction de α , de l'évolution de la variance de la série de la moyenne élaguée montre que la variance diminue relativement rapidement de 0,29 ($\alpha = 0$) à 0,19 ($\alpha = 0,15$). Elle n'évolue ensuite que marginalement jusqu'à $\alpha = 0,5$ (médiane), la variance minimale étant 0,17 ($\alpha = 0,40$).

Distribution en coupe transversale des variations de prix des composants de l'IPC Graphique 1



8 Nous renonçons à corriger les données des variations saisonnières étant donné que très peu de composants de l'IPC peuvent se targuer d'avoir un profil saisonnier constant au fil du temps.

9 Les loyers des logements, qui jusqu'en 1993 n'étaient recensés que deux fois par an, constituent une exception.

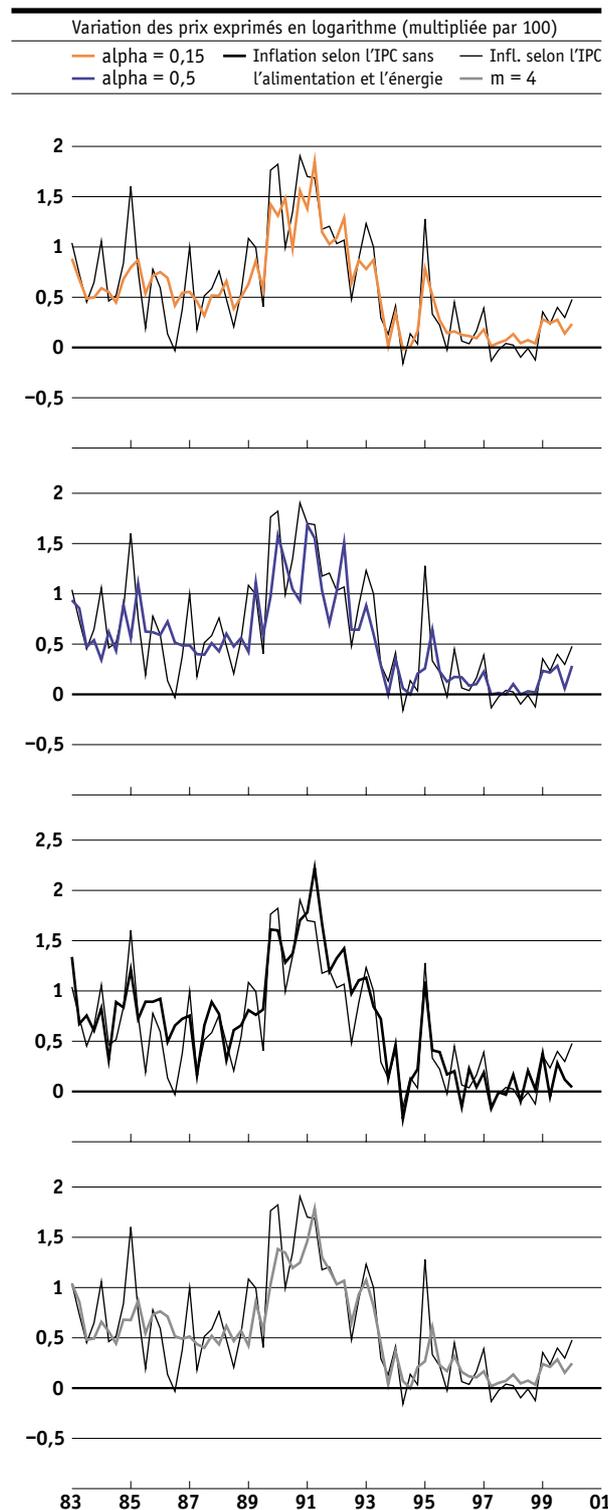
Notre comparaison des différentes mesures d'inflation sous-jacente se base sur des moyennes élargées correspondant à $\alpha = 0,15$, $\alpha = 0,40$ et $\alpha = 0,50$ (médiane), ainsi que sur la moyenne élarguée $\alpha(x)$ avec $m = 4$.

De plus, la moyenne des variations de prix des composants de l'IPC excluant les denrées alimentaires, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants est calculée afin d'être également utilisée comme mesure de l'inflation sous-jacente. Cette définition équivaut à l'inflation sous-jacente 1 de l'OFS. Pour la suite de l'étude, elle sera exprimée simplement en tant qu'«inflation selon l'IPC sans l'alimentation et l'énergie».¹⁰

Le tableau 2 montre la moyenne et la variance de l'inflation mesurée par l'IPC, ainsi que les cinq mesures de l'inflation sous-jacente pour la période 1983:2 à 2000:1. Afin que l'inflation selon l'IPC soit comparable aux mesures de l'inflation sous-jacente, elle se base sur le panier-type de 1993 et représente la moyenne des variations de prix des composants de l'IPC pour $\alpha = 0$.¹¹ Tous les taux d'inflation sont des taux de variation trimestrielle. Les différences les plus importantes concernent les variances. Les variances des moyennes élarguées sont inférieures de quelque 40% à celles de l'inflation mesurée par l'IPC avec ou sans l'alimentation et l'énergie. La même image ressort du graphique 2 qui montre chacune des quatre différentes mesures de l'inflation sous-jacente couplées avec l'inflation selon l'IPC: les moyennes élarguées ont un profil moins accidenté que celui de l'inflation mesurée par l'IPC ou que celui de l'inflation sans l'alimentation et l'énergie.

Inflation sous-jacente et inflation selon l'IPC

Graphique 2



10 Afin de permettre la comparaison avec la moyenne élarguée α , l'inflation selon l'IPC sans les produits alimentaires et énergétiques est calculée comme une variation pondérée des prix des biens exprimés en logarithme (voir équation 2). Les produits saisonniers qui sont exclus correspondent à la liste des biens, sur la base du panier-type 2000,

que l'OFS utilise pour le calcul de l'inflation sous-jacente 1. Il est possible que le profil saisonnier des prix de certains produits ait changé au cours du temps. Dans le cas où ce profil saisonnier serait moins prononcé que dans le passé, il est vraisemblable que nous ayons sous-estimé le nombre des produits saisonniers pendant la période 1983–2000.

11 De faibles différences peuvent être constatées entre la définition utilisée ici de l'inflation mesurée par l'IPC et la définition officielle de l'indice national des prix à la consommation. Ces différences sont dues à trois raisons: premièrement, l'indice national a été rectifié en 1982, 1993 (et 2000), alors que nous avons gardé, pour toute la

période observée, les pondérations du panier-type de 1993. Deuxièmement, nous calculons le renchérissement mesuré par l'IPC sur la base des variations pondérées des prix des biens (voir équation 2) et non selon la variation des prix des biens pondérés (niveau des prix agrégé). Troisièmement, le taux de renchérissement est approximé par la variation des prix exprimés en logarithme (multipliée par 100).

	Inflation selon l'IPC (moyenne avec $\alpha = 0$)	Moyenne élaguée (avec $\alpha = 0,15$)	Moyenne élaguée (avec $\alpha = 0,4$)	Moyenne élaguée (avec $\alpha = 0,5$; médiane)	Moyenne élaguée (avec $\alpha(t)$ et $m = 4$)	Inflation selon l'IPC sans l'alimentation et l'énergie
Moyenne	0,59	0,56	0,53	0,52	0,55	0,66
Variance	0,29	0,19	0,17	0,18	0,17	0,30

Valeurs \bar{R}^2 des équations de régression de l'IPC 1983:2-2000:1

Tableau 3

$$\pi_{t,g}^{CPI} = \alpha + \sum_{h=0}^3 \beta_h \cdot \pi_{t-h}$$

	π_t					
	Inflation selon l'IPC (moyenne avec $\alpha = 0$)	Moyenne élaguée (avec $\alpha = 0,15$)	Moyenne élaguée (avec $\alpha = 0,4$)	Moyenne élaguée (avec $\alpha = 0,5$) (médiane)	Moyenne élaguée (avec $\alpha(t)$ et $m = 4$)	Inflation selon l'IPC sans l'alimentation et l'énergie
$g = 1$	0,50	0,45	0,45	0,47	0,43	0,54
$g = 4$	0,53	0,55	0,55	0,57	0,53	0,50
$g = 8$	0,15	0,19	0,18	0,17	0,19	0,16
$g = 12$	-0,04	-0,03	-0,03	-0,03	-0,04	-0,05

3 Résultats des régressions

3.1 Prévision de l'inflation mesurée par l'IPC

La mesure de l'inflation sous-jacente doit permettre aux banques centrales de reconnaître à temps une variation des tendances inflationnistes d'origine monétaire. Afin d'examiner le niveau de corrélation des diverses mesures d'inflation avec l'inflation future mesurée par l'IPC, examinons les résultats des régressions qui découlent des équations d'inflation suivantes:

$$(8) \quad \pi_{t,g}^{CPI} = \alpha + \sum_{h=0}^3 \beta_h \cdot \pi_{t-h}$$

où π_t^{CPI} correspond à l'inflation mesurée par l'IPC et π_t , à l'une des mesures d'inflation à choix. La période de prévision, g , s'étend d'un trimestre à trois ans avec

$$\pi_{t,g}^{CPI} = \pi_{t+1}^{CPI} \text{ pour } g = 1 \text{ et } \pi_{t,g}^{CPI} = \frac{1}{4} \cdot \sum_{n=g-3}^g \pi_{t+n}^{CPI} \text{ pour } g > 1.$$

Le tableau 3 rassemble les statistiques \bar{R}^2 pour six mesures d'inflation et quatre périodes différentes (24 régressions). Les résultats montrent que le pou-

voir explicatif des équations diminue lorsque l'horizon prévisionnel s'accroît. En outre, ils révèlent que les moyennes élaguées permettent généralement une meilleure prévision du niveau futur de l'inflation mesurée par l'IPC que ne le font l'inflation mesurée par l'IPC elle-même ou l'inflation mesurée par l'IPC sans l'alimentation et l'énergie. C'est uniquement à court terme ($g = 1$) que les moyennes élaguées donnent de moins bons résultats.

3.2 Prévision de l'inflation sous-jacente

Dans ce chapitre, nous examinons la question de la prévisibilité de l'inflation sous-jacente. Diverses banques centrales ont en effet défini leur objectif d'inflation sur la base de l'inflation sous-jacente. En outre, même si les banques centrales n'ont pas fixé d'objectif d'inflation ou ne mesurent pas celui-ci à l'aune de l'inflation sous-jacente, elles ont intérêt à connaître le degré de prévisibilité d'une variable qui est censée refléter la tendance inflationniste d'origine monétaire. En Suisse, la masse monétaire M_3 s'est avérée être, pendant de nombreuses années, un indicateur utile de l'évolution inflationniste à moyen

et long terme. Ainsi, nous examinerons à présent si la croissance de la masse monétaire M_3 est davantage corrélée avec les cinq mesures de l'inflation sous-jacente calculées qu'avec l'inflation mesurée par l'IPC.

Les équations de régression s'expriment par:

$$(9) \quad \pi_{t,g} = \alpha + \sum_{h=0}^3 \gamma_h \pi_{t-h} + \sum_{h=0}^3 \beta_h \Delta M3_{t-h},$$

où $\Delta M3_t = \ln(M3_t/M3_{t-1}) \cdot 100$. Le tableau 4 résume les résultats afférents à quatre horizons prévisionnels différents et à six définitions différentes de l'inflation. Trois statistiques correspondent à chacune des 24 combinaisons. La première donne les valeurs p d'un test F de l'hypothèse selon laquelle les coefficients des quatre taux de croissance de M_3 sont tous égaux à zéro dans l'équation (9). Les résultats montrent que la croissance de M_3 améliore le pouvoir explicatif de toutes les équations d'inflation pour un horizon temporel de 2 à 3 ans.

Afin de déterminer quelle est la mesure de l'inflation la plus corrélée (corrélation partielle) avec la croissance de la masse monétaire, comparons les valeurs \bar{R}^2 de l'équation estimée (9) avec et sans la masse monétaire M_3 . Les chiffres mis entre parenthèses sont les valeurs \bar{R}^2 des régressions incluant M_3 , alors que les chiffres entre crochets se rapportent aux valeurs \bar{R}^2 sans M_3 .

Lors d'un horizon prévisionnel plus long ($g=12$), les résultats montrent que la croissance de M_3 est davantage corrélée avec les moyennes élaguées (α) qu'avec l'inflation mesurée par l'IPC ou qu'avec l'inflation mesurée par l'IPC sans l'alimentation et l'énergie. Les différences entre les valeurs de \bar{R}^2 , avec et sans M_3 , des équations estimées sont toujours plus élevées dans les régressions expliquant les moyennes élaguées. En outre, les régressions expliquant les moyennes élaguées ont généralement un \bar{R}^2 supérieur à celles qui expliquent l'inflation mesurée par l'IPC. En d'autres termes, le profil lissé de la moyenne élaguée facilite la prévision.

Equations d'inflation avec et sans M_3 1983:2-2000:1¹²

Tableau 4

	$\pi_{t,g} = \alpha + \sum_{h=0}^3 \beta_h \cdot \pi_{t-h} + \sum_{h=0}^3 \delta_h \cdot \Delta M3_{t-h}$					Inflation selon l'IPC sans l'alimentation et l'énergie
	Inflation selon l'IPC (moyenne avec $\alpha = 0$)	Moyenne élaguée (avec $\alpha = 0,15$)	Moyenne élaguée (avec $\alpha = 0,4$)	Moyenne élaguée (avec $\alpha = 0,5$; médiane)	Moyenne élaguée (avec $\alpha(t)$ et $m = 4$)	
$g = 1$	0,46 (0,51) [0,51]	0,57 (0,71) [0,72]	0,30 (0,69) [0,69]	0,53 (0,64) [0,64]	0,25 (0,78) [0,78]	0,68 (0,69) [0,70]
$g = 4$	0,27 (0,54) [0,53]	0,27 (0,67) [0,66]	0,39 (0,68) [0,68]	0,29 (0,66) [0,66]	0,60 (0,73) [0,74]	0,16 (0,66) [0,64]
$g = 8$	0,00 (0,47) [0,15]	0,00 (0,48) [0,22]	0,00 (0,45) [0,22]	0,00 (0,44) [0,20]	0,00 (0,47) [0,25]	0,00 (0,47) [0,24]
$g = 12$	0,00 (0,50) [-0,04]	0,00 (0,55) [-0,02]	0,00 (0,58) [-0,02]	0,00 (0,60) [-0,03]	0,00 (0,54) [-0,02]	0,00 (0,48) [-0,03]

12 La première valeur est chaque fois la valeur p d'un test F pour les quatre $\Delta M3$ (avec correction Newey-West).

La deuxième valeur (entre parenthèses) est la valeur \bar{R}^2 d'une régression incluant π et $\Delta M3$.

La troisième valeur (entre crochets) est la valeur \bar{R}^2 d'une régression incluant seulement π .

4 Conclusions

Dans cette étude, nous avons examiné le lien des différentes mesures d'inflation sous-jacente (calculées sur la base de données suisses) avec l'inflation mesurée par l'IPC et avec la croissance de la masse monétaire M_3 . Pour des prévisions à long terme, les résultats montrent que la croissance de M_3 est davantage corrélée avec les principales définitions de l'inflation sous-jacente qu'avec l'inflation mesurée par l'IPC. Ces résultats révèlent également que les quelques définitions de l'inflation sous-jacente parviennent à prévoir l'évolution de l'IPC suisse un peu mieux que ne le permet l'indice lui-même.

Parmi les différentes mesures d'inflation sous-jacente, les résultats les plus encourageants sont ceux qui concernent les moyennes élaguées (α). Cela est vrai pour les corrélations entre l'inflation sous-jacente et la masse monétaire M_3 , autant que pour celles entre l'inflation mesurée par l'IPC et l'inflation sous-jacente. En outre, il apparaît qu'au-delà d'un certain seuil, la valeur du paramètre d'élagage α ne joue pas un rôle très important.

Les différences entre les résultats des régressions lorsque l'inflation est mesurée par l'IPC ou lorsqu'elle est mesurée par l'inflation sous-jacente sont en général relativement faibles. Cependant, l'inflation sous-jacente peut révéler des informations utiles pour la conduite de la politique monétaire. Pour les banques centrales, l'identification des facteurs responsables d'une variation actuelle des prix est de première importance pour pouvoir décider de la réaction à avoir. Elles ne suivront donc pas seulement l'évolution de l'indice général des prix, mais aussi celle des composants de cet indice, afin d'en tirer les enseignements nécessaires quant aux forces agissant sur le niveau des prix. Dans ce contexte, les taux d'inflation sous-jacente, étant donné qu'ils ne prennent en considération qu'une partie des composants de l'IPC, peuvent se révéler utiles. Ajoutons que les taux d'inflation sous-jacente ne sont que des indicateurs qu'il convient d'interpréter. Dans l'état actuel de nos connaissances, il n'est donc pas impératif de se concentrer sur une seule définition de l'inflation sous-jacente.

5 Bibliographie

Balke, Nathan S., et Mark W. Wynne. 1996. Supply Shocks and Distribution of Price Changes. Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Review, (First Quarter): 10–18.

Ball, Laurence, et N. Gregory Mankiw. 1995. Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks. *Quarterly Journal of Economics* 110(1): 161–193.

Bryan, Michael F., et Stephen G. Cecchetti. 1994. Measuring Core Inflation. In: N.G. Mankiw (éd.), *Monetary Policy*, 195–215. Chicago: University of Chicago Press.

Bryan, Michael F., et Stephen G. Cecchetti. 1999. The Monthly Measurement of Core Inflation in Japan. *Monetary and Economic Studies* 17(1): 77–101.

Bryan, Michael F., Stephen G. Cecchetti et Rodney L. Wiggins. 1997. Efficient Inflation Estimation. NBER Working Paper n° 6183.

Cecchetti, Stephen G. 1997. Measuring Short-Run Inflation for Central Bankers. Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review* 79(3): 143–156.

Coimbra, Carlos, et Pedro Duarte Neves. 1997. Trend Inflation Indicators. *Banco de Portugal, Economic Bulletin* 3(1): 33–45.

Johnson, Marianne. 1999. Core Inflation: A Measure of Inflation for Policy Purposes. Bank of Canada, manuscript.

Quah, Danny, et Shaun P. Vahey. 1995. Measuring Core Inflation. *Economic Journal* 105(432): 1130–1144.

Roger, Scott. 1997. A Robust Measure of Core Inflation in New Zealand. Reserve Bank of New Zealand. Discussion Paper G97/7.

Marge de fluctuation inchangée du Libor à trois mois

Lors de sa conférence de presse du 8 décembre 2000, la Banque nationale suisse a publié sa prévision d'inflation pour les années 2001 à 2003. Les risques d'inflation à moyen terme, a-t-elle estimé, sont approximativement au même niveau qu'en juin 2000. L'institut d'émission a par conséquent maintenu à 3%–4% la marge de fluctuation du Libor à trois mois.

Table des matières, 18^e année, 2000

Bulletin	Page	
1	8	Décisions de politique monétaire
2	8	
3	8	
4	8	Appréciation de la situation économique et monétaire en fin d'année
1	10	Situation économique et monétaire en Suisse
2	12	
3	10	
4	12	
		Articles et exposés
4	60	La position extérieure nette de la Suisse en 1999
4	40	Les investissements directs en 1999
1	48	Baltensperger Ernst La Banque centrale européenne et sa politique monétaire
2	40	Belser Eduard Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse du 28 avril 2000
4	66	Faber Sophie M. et Andreas M. Fischer L'inflation sous-jacente en Suisse
1	38	Meyer Hans La politique monétaire à l'aube de la nouvelle année
2	44	Meyer Hans Exposé à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale suisse du 28 avril 2000
2	52	Stucki Thomas La gestion des placements de devises par la Banque nationale suisse
3	38	Wettstein Frank et Hubert Lieb Cycle de vie des billets de banque suisses
1	74	Chronique monétaire
2	60	
3	54	
4	76	

Editeur

Banque nationale suisse
Division économique
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition

typolitho ag, Zurich

Impression

Waser Druck AG, Buchs (ZH)

Copyright

Reproduction autorisée avec indication de la source
Copie souhaitée

Abonnements

Le Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse paraît en langues française (ISSN 1423-3797) et allemande (ISSN 1423-3789). On peut s'y abonner à l'adresse suivante: Zürichsee Zeitschriftenverlag, Postfach, Seestrasse 86, CH-8712 Stäfa, téléphone 01 928 55 25, télécopie 0848 80 55 20

Prix

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

Internet

<http://www.snb.ch>

