

Septembre 1999

3

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Septembre 3/1999 17^e année

Table des matières

4	Sommaire
5	Übersicht
6	Sommario
7	Abstracts
8	Conclusions de politique monétaire
10	Situation économique et monétaire en Suisse
11	1 Environnement international
11	1.1 Conjoncture
13	1.2 Evolution monétaire
15	2 Evolution monétaire
15	2.1 Agrégats monétaires
15	2.2 Crédits et marché des capitaux
21	2.3 Taux d'intérêt
22	2.4 Cours de change
23	3 Demande globale et production
23	3.1 Produit intérieur brut et production industrielle
25	3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes
28	3.3 Investissements
29	3.4 Consommation
30	4 Marché du travail
30	4.1 Emploi
30	4.2 Chômage
31	5 Prix
31	5.1 Prix à la consommation
33	5.2 Perspectives en matière de renchérissement
34	Risques et coûts dans les systèmes de paiement et de règlement Stéphane Fumeaux et Daniel Heller
42	Chronique monétaire

Conclusions de politique monétaire (p. 8)

Au deuxième trimestre de 1999, la Banque nationale a continué à mener une politique monétaire généreuse. Après la réduction du taux de l'escompte, au début du mois d'avril, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a passé au-dessous de 1%. Comme le franc a de surcroît faibli sur les marchés des changes, les conditions monétaires ont été un peu plus expansionnistes que durant les premiers mois de l'année. La Banque nationale doit mener une politique monétaire qui soutienne la reprise économique, tout en garantissant la stabilité du niveau des prix. Jusqu'ici, la politique monétaire expansionniste était justifiée. Elle a contribué pour beaucoup à la stabilisation de la conjoncture, sans mettre en danger la stabilité des prix. Si la reprise économique se confirmait, un certain raffermissement des taux d'intérêt à court terme serait en principe opportun. Mais la Banque nationale doit aussi veiller au bon déroulement de l'échéance annuelle. Elle s'est bien préparée à cette tâche et, en cas de perturbations dans le secteur financier, fera preuve de souplesse dans l'approvisionnement en liquidités.

Situation économique et monétaire (p. 10)

Pour l'économie mondiale, l'horizon s'est éclairci au premier semestre de 1999. Plusieurs pays asiatiques de taille moyenne ont surmonté la récession et, au Japon, le fort recul conjoncturel a cessé. En Europe, la croissance économique est restée timorée, mais la confiance a sensiblement augmenté au sein de l'économie. La robuste demande intérieure aux Etats-Unis a été une fois encore le principal moteur de l'économie mondiale.

En Suisse, la conjoncture s'est stabilisée au deuxième trimestre de 1999. Le produit intérieur brut réel dépassait de 1,1% son niveau de la période correspondante de 1998. La consommation privée et les investissements en biens d'équipement ont perdu quelque peu de leur vigueur. Mais les investissements en constructions, qui avaient marqué un fort repli au premier trimestre, se sont accrus nettement. Dans l'ensemble, la demande intérieure n'a toutefois pas augmenté autant qu'au premier trimestre. Des impulsions plus fortes ont découlé en revanche des exportations de biens et de services. Le ralentissement de la croissance a influé avec un certain décalage sur le marché du travail. Du premier au deuxième trimestre, l'emploi n'a que faiblement progressé et la diminution du chômage s'est ralentie. En juin, le nombre des chômeurs inscrits était au-dessous de la barre des

100 000 pour la première fois depuis août 1992. Le nombre des demandeurs d'emploi a également reculé.

Entre avril et août, le renchérissement s'est légèrement accéléré du fait notamment des prix des biens importés qui, pour la première fois depuis le quatrième trimestre de 1997, ont marqué une hausse. Cette évolution est due à l'augmentation des prix du pétrole et à la baisse sensible que le cours réel du franc, pondéré par les exportations, a enregistrée depuis octobre 1998. En outre, la demande robuste a permis de substantielles hausses de prix dans certains groupes de services.

Risques et coûts dans les systèmes de paiement et de règlement (p. 34)

Dans la plupart des pays, les systèmes de paiement et de règlement font l'objet d'une surveillance étatique, étant donné qu'ils recèlent des risques qui peuvent menacer la stabilité du système financier et, partant, de l'ensemble de l'économie. Les autorités en charge de la surveillance des systèmes de paiement et de règlement sont confrontées à un arbitrage (*trade off*). En d'autres termes, elles cherchent à combiner les coûts et les risques de façon optimale. Cet article traite des coûts et des risques dans le système des paiements interbancaires Swiss Interbank Clearing et dans le système de règlement des opérations sur titres SECOM. En outre, le futur système de règlement des transactions sur devises, la banque CLS, ainsi que certaines tendances perceptibles aujourd'hui déjà sont commentés.

Übersicht

Geldpolitische Schlussfolgerungen (S. 8)

Die Nationalbank führte ihre grosszügige Geldpolitik im zweiten Quartal 1999 fort. Nach der Diskontsatzsenkung von Anfang April fielen die dreimonatigen Frankensätze am Euromarkt knapp unter 1%. Da sich auch der Frankenkurs abschwächte, waren die monetären Bedingungen noch etwas expansiver als in den ersten Monaten des Jahres. Die Nationalbank muss ihre Geldpolitik so ausrichten, dass einerseits die konjunkturelle Erholung unterstützt wird, andererseits aber die Preisstabilität gewahrt bleibt. Die expansive Geldpolitik war bis anhin gerechtfertigt. Sie trug wesentlich zur Stabilisierung der Konjunktur bei, ohne die Preisstabilität aufs Spiel zu setzen. Falls sich der erwartete wirtschaftliche Aufschwung bestätigt, wäre eine gewisse Festigung der kurzfristigen Zinssätze grundsätzlich angemessen. Die Nationalbank hat aber gleichzeitig darauf zu achten, dass der Jahresultimo reibungslos abläuft. Sie ist auf diese Aufgabe gut vorbereitet und bereit, allfälligen Störungen im Finanzsektor mit einer flexiblen Liquiditätsversorgung zu begegnen.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 10)

Die Lage der Weltwirtschaft hellte sich im ersten Halbjahr auf. Einige kleinere ostasiatische Länder überwinden die Rezession, und in Japan kam der starke Konjunkturrückgang zum Stillstand. In Europa blieb das Wirtschaftswachstum zwar verhalten, doch nahm die Zuversicht der Wirtschaft spürbar zu. Die wichtigste Stütze der Weltwirtschaft bildete indessen nach wie vor die robuste Binnennachfrage der Vereinigten Staaten.

In der Schweiz zeichnete sich im zweiten Quartal 1999 eine Stabilisierung der Konjunktur ab. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs gegenüber dem Vorjahr um 1,1%. Während der private Konsum und die Ausstattungsinvestitionen etwas an Schwung verloren, nahmen die Bauinvestitionen nach dem starken Rückgang im ersten Quartal deutlich zu. Insgesamt wuchs die Binnennachfrage aber etwas weniger stark als in der Vorperiode. Verstärkte Impulse gingen dagegen von den Güter- und Dienstleistungsexporten aus. Auf dem Arbeitsmarkt zeigten sich mit einer gewissen Verzögerung die Spuren der konjunkturellen Verlangsamung. Die Beschäftigung erhöhte sich im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode nur noch wenig. Die Zahl der Arbeitslosen nahm aber verlangsamt weiter ab. Im Juni lag sie erstmals seit August 1992 wieder

unter dem Stand von 100 000. Auch die Zahl der Stellensuchenden bildete sich zurück.

Die Teuerung zog von April bis August leicht an. Ein Hauptgrund waren die erstmals seit dem vierten Quartal 1997 wieder steigenden Preise ausländischer Güter. Darin widerspiegelten sich die höheren Erdölpreise sowie der deutliche Rückgang des exportgewichteten realen Frankenkurses seit Oktober 1998. Ausserdem liess die robuste Konsumnachfrage in gewissen Dienstleistungsbereichen erhebliche Preiserhöhungen zu.

Risiken und Kosten in Zahlungs- und Abwicklungssystemen (S. 34)

In den meisten Ländern werden Zahlungs- und Abwicklungssysteme staatlich reguliert, da von Störungen im Zahlungsverkehr Risiken für die Stabilität des Finanzsystems und letztlich für die Volkswirtschaft ausgehen. Bei der Überwachung eines Zahlungs- und Abwicklungssystems sehen sich die Verantwortlichen mit einer Austauschbarkeit (*trade off*) zwischen Kosten und Risiken konfrontiert, so dass sie eine volkswirtschaftlich optimale Kombination anstreben müssen. Dieser Aufsatz behandelt Kosten- und Risikoaspekte des schweizerischen Interbankzahlungssystems SIC und des Wertpapierabwicklungssystems SECOM. Ausserdem werden das geplante Devisenabwicklungssystem CLS-Bank und die wichtigsten heute absehbaren Entwicklungslinien diskutiert.

Conclusioni di politica monetaria (p. 8)

La Banca nazionale ha mantenuto una politica monetaria generosa anche durante il secondo trimestre del 1999. Dopo la riduzione del tasso di sconto di inizio aprile, i tassi d'interesse dell'euro-franco a tre mesi sono scesi leggermente al disotto dell'1%. Poiché anche il corso del franco svizzero ha perso vigore, le condizioni monetarie sono risultate leggermente più espansive rispetto ai primi mesi dell'anno. La Banca nazionale deve attuare la sua politica monetaria in modo da sostenere la ripresa congiunturale da una parte e, dall'altra, garantendo la stabilità dei prezzi. La politica monetaria espansiva fino ad ora condotta è apparsa appropriata. Essa ha contribuito in modo essenziale alla stabilizzazione della congiuntura, senza per questo mettere in pericolo la stabilità dei prezzi. Se le anticipazioni di ripresa economica dovessero confermarsi, una certa stabilizzazione di questi tassi risulterebbe in linea di principio opportuna. Contemporaneamente, la Banca nazionale deve provvedere a far sì che il passaggio al nuovo anno si compia senza intoppi. L'istituto d'emissione è bene preparato ad assolvere questo compito ed è pronto a reagire, con un approvvigionamento flessibile di liquidità, ad eventuali turbolenze nel settore finanziario.

Situazione economica e monetaria (p. 10)

Nella prima metà di quest'anno, la situazione economica mondiale si è rasserenata. Alcuni piccoli paesi dell'Asia orientale hanno superato la recessione, ed in Giappone il forte calo congiunturale si è arrestato. Sebbene in Europa la crescita sia rimasta contenuta, il mondo economico si è mostrato sensibilmente più fiducioso. La vigorosa domanda interna degli Stati Uniti ha pertanto continuato a costituire il principale sostegno dell'economia mondiale.

In Svizzera, il secondo trimestre del 1999 ha segnato una stabilizzazione della congiuntura. Il prodotto interno lordo reale è cresciuto dell'1,1% rispetto all'anno precedente. Mentre il consumo privato e gli investimenti in beni di produzione hanno perso un po' del loro slancio, gli investimenti nel settore dell'edilizia, dopo il forte calo del primo trimestre, sono nettamente aumentati. Complessivamente, la crescita della domanda interna è stata leggermente inferiore rispetto al trimestre precedente. Le esportazioni di merci e servizi, al contrario, hanno fornito impulsi più intensi. Il mercato del lavoro ha evidenziato con un certo ritardo gli effetti del rallenta-

mento congiunturale. Nel secondo trimestre, l'aumento dell'occupazione rispetto al periodo precedente è stato solo modesto. Sebbene più lentamente, il numero dei disoccupati ha tuttavia continuato a calare. In giugno, per la prima volta dall'agosto del 1992, esso è sceso al disotto delle 100 000 unità. Anche il numero delle persone alla ricerca di un posto di lavoro è diminuito.

Da aprile ad agosto, il rincaro ha leggermente accelerato. Una delle principali cause risiede nell'aumento dei prezzi dei beni esteri; a sua volta, questo aumento riflette la ripresa dei prezzi petroliferi come pure il netto calo del corso reale del franco ponderato all'esportazione, intervenuto a partire dall'ottobre del 1998. La vigorosa domanda di consumo in determinati settori dei servizi ha inoltre consentito degli aumenti di prezzo considerevoli.

Rischi e costi dei sistemi di pagamento e di compensazione (p. 34)

Nella maggior parte dei paesi i sistemi di pagamento e di compensazione sono regolati dallo Stato, nella misura in cui le perturbazioni nelle operazioni di pagamento comportano rischi per la stabilità del sistema finanziario e, in ultima analisi, per l'economia nazionale. Nel sorvegliare un sistema di pagamento e di compensazione, i responsabili sono confrontati all'interscambiabilità (*trade off*) tra costi e rischi. Il loro compito è quello di trovare una combinazione tra queste due variabili che sia ottimale per l'economia nel suo complesso. In questo articolo sono trattati i costi e rischi inerenti al sistema svizzero di clearing interbancario SIC e al sistema di amministrazione e di compensazione dei titoli SECOM. Vengono inoltre esaminati il sistema progettato di compensazione delle divise CLS-Bank e le principali linee di sviluppo previste.

Conclusions for monetary policy (p. 8)

The Swiss National Bank adhered to its generous monetary policy in the second quarter of 1999. Following a lowering of the discount rate at the beginning of April, the three-month Swiss franc eurorates fell to just below 1%. Since the Swiss franc rate also weakened, monetary conditions were still a little more expansive than in the first few months of the year. In planning its monetary policy, the National Bank must, on the one hand, support the economic recovery and, on the other, not endanger price stability. So far, the expansionary monetary policy has been justified. It contributed significantly to stabilising economic activity without jeopardising price stability. Should the expected economic upswing actually set in, it would in principle be desirable for short-term interest rates to firm somewhat. At the same time, the National Bank has to ensure that the year-end passes without a hitch. It is well prepared for this task and ready to meet any disruptions in the financial sector with a flexible supply of liquidity.

Economic and monetary developments (p. 10)

The international economic situation brightened in the first half-year. Several small East Asian countries overcame the recession, and in Japan the strong decline in business activity came to a standstill. In Europe, although economic growth remained restrained, confidence in the economy grew perceptibly. The main pillar of the world economy, however, continued to be robust domestic demand in the United States.

In Switzerland, economic activity began to stabilise in the second quarter of 1999. Real gross domestic product increased by 1.1% compared with the previous year. While private consumption and investment in plant and equipment lost some of their momentum, building investment increased substantially following the strong decline in the first quarter. Overall, however, domestic demand expanded somewhat less markedly than in the previous period. By contrast, stronger stimuli emanated from the export of goods and services. The labour market – with a certain time lapse – showed the effects of the economic slowdown. Employment rose only insignificantly in the second quarter compared with the previous period. Unemployment continued to fall, albeit at a slower rate. In June, for the first time since August 1992, it had again dropped below 100 000. The number of job seekers also receded.

Inflation edged up slightly between April and August, one main reason being the prices of imported goods, which were rising again for the first time since the fourth quarter of 1997. This was a reflection of the higher oil prices and of the marked decline in the export-weighted real Swiss franc rate since October 1998. In addition, robust consumer demand in certain service sectors led to substantial price advances.

Risks and costs in payment and settlement systems (p. 34)

In most countries, payment and settlement systems are overseen by a government regulatory body. This supervision derives from the fact that disruptions in the flow of payments can threaten the stability of the financial system and do harm to the economy. Overseers of payment and settlement systems face a trade-off of risks and costs that have to be combined in a socially optimal way. This paper presents these risks and costs in relation to the Swiss interbank payment system (SIC) and the securities settlement system SECOM. Furthermore, the project of a new foreign exchange settlement system, the CLS-Bank, as well as some other foreseeable developments are discussed.

Conclusions de politique monétaire

En Suisse, la conjoncture s'est stabilisée dans la première moitié de l'année, après avoir perdu temporairement de sa vigueur en 1998. Elle a bénéficié de l'amélioration de la situation économique internationale et des conditions monétaires qui, depuis un certain temps déjà, sont amples en Suisse. Les exportations ont augmenté légèrement. Dans la construction, l'activité s'est animée, après avoir souffert des conditions météorologiques défavorables en début d'année. La consommation privée et les investissements en biens d'équipement sont restés à des niveaux élevés, tout en perdant quelque peu de leur dynamisme par rapport au deuxième semestre de 1998. Le ralentissement de la croissance a influé avec un certain décalage sur le marché du travail. Du premier au deuxième trimestre, l'emploi n'a que faiblement progressé et la diminution du nombre des chômeurs s'est ralentie. Les places vacantes plus nombreuses et les jugements plus optimistes sur les perspectives en matière d'emploi indiquent que la progression de l'emploi devrait se renforcer au second semestre.

Entre avril et août, le renchérissement s'est légèrement accéléré du fait notamment des prix des biens importés qui, pour la première fois depuis le quatrième trimestre de 1997, ont marqué une hausse. Cette évolution est due à l'augmentation des prix du pétrole et à la baisse sensible que le cours réel du franc, pondéré par les exportations, a enregistrée depuis octobre 1998. En outre, la demande robuste de biens de consommation a permis de substantielles hausses de prix dans certains groupes de services. D'autres facteurs – en particulier la poursuite de la baisse des prix dans les télécommunications et la stabilité des prix des biens de consommation durables – ont cependant contribué au maintien du renchérissement à un bas niveau. Dans le domaine des télécommunications et celui des biens de consommation durables, les pressions à la baisse sur les prix découlent avant tout de la forte concurrence qui règne en Suisse et dans le monde ainsi que du recours à des procédés de fabrication meilleur marché.

Compte tenu de l'évolution économique timorée, la Banque nationale a continué à mener une politique monétaire généreuse. Après la réduction du taux d'escompte, le 8 avril, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a passé au-dessous de 1%. Comme le franc a de surcroît faibli sur les marchés des changes, les conditions monétaires ont été un peu plus expansionnistes que durant les premiers mois de l'année. Ces développements ne se sont toutefois reflétés que partiellement

dans les agrégats monétaires. Les banques ayant réduit leur demande d'avoires en comptes de virements, la croissance de la monnaie centrale désaisonnalisée a marqué un ralentissement, malgré un approvisionnement généreux en liquidités. En revanche, la progression de l'agrégat M_1 – cet agrégat englobe les dépôts les plus liquides dans les banques – s'est accélérée. M_3 – soit M_1 ainsi que les dépôts d'épargne et les dépôts à terme – a lui aussi augmenté à un rythme légèrement supérieur à ce qui avait été observé au premier trimestre. De plus, les crédits accordés par les banques à la clientèle suisse se sont accrus nettement, pour la première fois depuis plusieurs années.

Si les rémunérations à court terme sont restées à un bas niveau, les taux d'intérêt à long terme ont augmenté vers le milieu de l'année. Leur hausse a été favorisée par la tendance à l'augmentation observée sur le plan international – effet d'entraînement – mais aussi probablement par la légère accélération du renchérissement et la demande plus forte de capitaux des débiteurs suisses. Cette évolution et l'accroissement des crédits accordés par les banques incitent à penser que l'économie est sortie de la phase de faiblesse conjoncturelle. L'amélioration du climat de consommation en juillet, la confiance en progression dans la construction et les perspectives optimistes pour l'industrie vont dans la même direction. Des signaux positifs viennent également de l'étranger. L'économie américaine reste dynamique, et le renchérissement y est modéré. En outre, des indicateurs montrent que l'Europe est elle aussi sortie de la phase de léthargie et que l'activité reprend. De tels développements devraient insuffler un nouvel élan à l'industrie suisse d'exportation notamment.

La Banque nationale doit mener une politique monétaire qui soutienne la reprise économique tout en garantissant la stabilité du niveau des prix. Jusqu'ici, la politique monétaire expansionniste était justifiée. Elle a contribué pour beaucoup à la stabilisation de la conjoncture, sans mettre en danger la stabilité des prix. Si la reprise économique prévue se confirmait, un certain raffermissement des taux d'intérêt à court terme serait en principe opportun. Mais la Banque nationale doit aussi veiller au bon déroulement de l'échéance annuelle. Elle s'est bien préparée à cette tâche et, en cas de perturbations dans le secteur financier, fera preuve de souplesse dans l'approvisionnement en liquidités.

Situation économique et monétaire en Suisse

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque
pour la séance du 17 septembre 1999

Le rapport a été approuvé le 2 septembre 1999. 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

Pour l'économie mondiale, l'horizon a commencé à s'éclaircir au premier semestre de 1999, deux ans après l'éclatement de la crise asiatique. Plusieurs pays asiatiques de taille moyenne ont surmonté la récession et, au Japon, le fort recul conjoncturel observé depuis fin 1997 a cessé. En Europe, la croissance économique est restée timorée, mais la confiance a sensiblement augmenté au sein de l'économie. La robuste demande intérieure aux Etats-Unis – elle a continué à se traduire par un vigoureux essor des importations – a été une fois encore le principal moteur de l'économie mondiale.

1.1 Conjoncture

Ralentissement de la croissance aux Etats-Unis

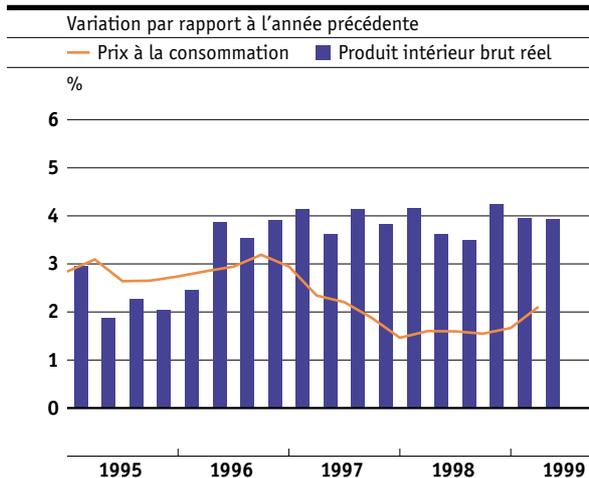
Au deuxième trimestre, l'expansion de l'économie américaine a été un peu plus lente qu'en début d'année. Toutefois, le produit intérieur brut réel dépassait encore de plus de 4% son niveau de la période correspondante de 1998. Le ralentissement de la conjoncture s'explique avant tout par la croissance plus faible de la consommation privée et des investissements en constructions. Les investissements des entreprises sont en revanche restés vigoureux, et les exportations, qui avaient diminué au premier trimestre, ont marqué une hausse. Les importations ayant augmenté beaucoup plus fortement que les exportations, le déficit de la balance commerciale américaine s'est creusé une nouvelle fois; au deuxième trimestre, il correspondait à 3,5% du produit intérieur brut.

La croissance économique a continué à aller de pair avec une nette progression de l'emploi. En comparaison annuelle, l'emploi a augmenté de 2,3%. Le taux de chômage est resté inchangé à 4,3%. Après une vive accélération en avril, le renchérissement s'est maintenu à 2,1% jusqu'en juillet.

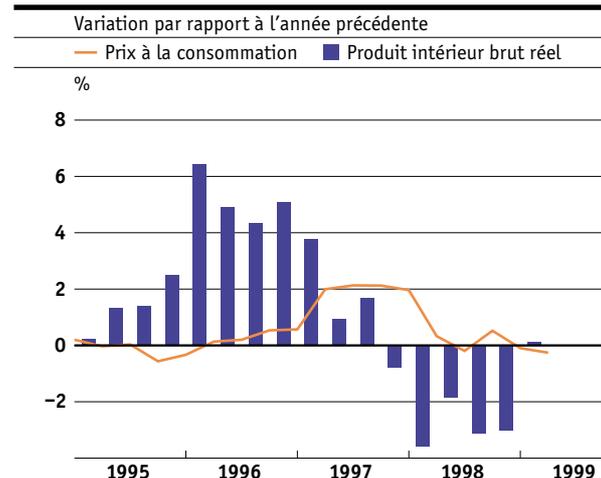
Amélioration de la conjoncture en Europe

La conjoncture s'est stabilisée dans la zone euro. Au deuxième trimestre, le produit intérieur brut réel s'inscrivait, selon de premières estimations, 1,5% au-dessus du niveau observé un an auparavant. Les principales impulsions provenaient toujours de la consommation privée, mais la propension à investir s'est accrue. Les exportations, qui avaient sensiblement faibli au second semestre de 1998 du fait de la crise asiatique, n'ont plus reculé. Les substantiels écarts de croissance ont cependant subsisté au sein de la zone euro. Alors que la conjoncture gagnait en dynamisme dans nombre de pays de taille moyenne et que l'expansion se poursuivait en France, les économies allemande et italienne ont continué à manquer de vigueur.

Etats-Unis Graphique 1



Japon Graphique 2



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

Au deuxième trimestre, le climat s'est nettement amélioré dans l'industrie européenne, en dépit de la stagnation persistante de la production. Les entreprises ont pu diminuer leurs stocks excédentaires. En outre, elles ont porté un jugement plus optimiste qu'au début de l'année sur les perspectives de production, d'où des projets d'investissement plus nombreux. Comme les entreprises industrielles, le secteur de la construction a tablé sur une progression de la demande. Le climat de consommation s'est légèrement détérioré, à cause en partie des scandales qui ont éclaté dans l'industrie alimentaire. L'optimisme des consommateurs en ce qui concerne l'évolution de la situation économique générale au cours des douze prochains mois n'a toutefois pas faibli.

L'emploi a probablement cessé de progresser au deuxième trimestre. Le taux de chômage est resté à 10,3% entre mars et juin, après avoir diminué de 1,4 point, entre le milieu de 1997 et la fin de 1998, grâce à une régression ininterrompue.

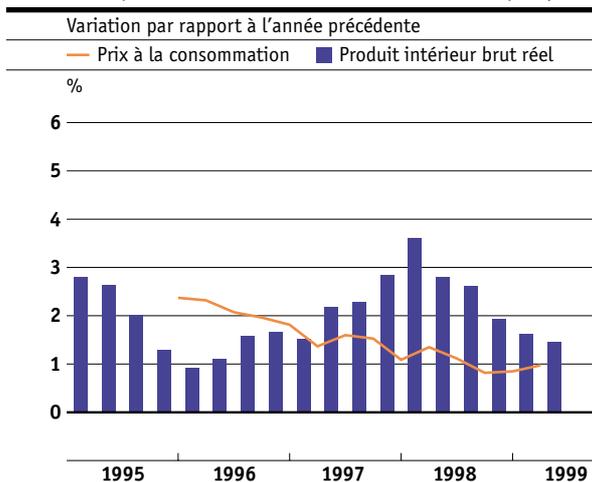
Une accélération de la conjoncture s'est dessinée à l'extérieur de la zone euro, en particulier au Royaume-Uni. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel de ce pays a augmenté de 0,5% du premier au deuxième trimestre; il dépassait de 1,2% le niveau enregistré un an auparavant. La demande intérieure a été le principal soutien de la conjoncture. Les exportations, qui avaient fortement pâti de la fermeté de la livre sterling et de la crise asiatique au cours des deux dernières années, se sont en outre redressées légèrement.

Vigoureuse demande publique au Japon

Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel du Japon a progressé vivement par rapport au quatrième trimestre de 1998; pour la première fois depuis le milieu de 1997, il était de nouveau légèrement supérieur à son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Ce retournement de tendance a été provoqué par la hausse massive de la demande du secteur public; le gouvernement japonais a mis en œuvre graduellement le vaste programme de relance conjoncturelle qu'il avait annoncé en novembre 1998. La consommation privée s'est elle aussi animée quelque peu, mais aucune impulsion notable n'est venue des investissements et des exportations. Au deuxième trimestre, le climat est resté morose dans l'industrie, sans toutefois continuer à se détériorer. Bien que le creux de la vague semble avoir été franchi au Japon, rien ne laisse encore augurer une rapide reprise de la conjoncture.

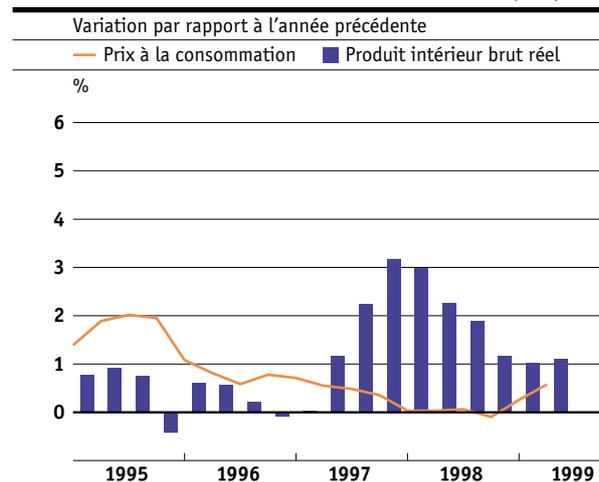
Une nouvelle détérioration de la situation a été observée sur le marché du travail. L'emploi a encore fléchi au deuxième trimestre, et le taux de chômage atteignait 4,8%, contre 4,1% un an auparavant.

Union européenne Graphique 3



Source: BRI

Suisse Graphique 4



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

Vigoureuse reprise en Asie orientale

La situation économique s'est améliorée en Asie orientale, principalement en Corée du Sud, en Thaïlande et en Malaisie. Après avoir chuté en 1998, la production industrielle de ces trois pays a augmenté au deuxième trimestre, en comparaison annuelle. Son expansion a été particulièrement forte en Corée du Sud, où elle a atteint plus de 20%. A la suite de ce redressement qui a surpris par son ampleur, le Fonds monétaire international (FMI) a révisé ses prévisions à la hausse; pour 1999, il table sur une croissance du produit intérieur brut réel de 6,5% en Corée du Sud et de 2,5% tant en Thaïlande qu'en Malaisie. En 1998, le produit intérieur brut réel de ces trois pays avait reculé à des taux compris entre 5% et 8%.

Aucune reprise économique ne s'est encore dessinée à Hong Kong et en Indonésie. Au premier semestre, le produit intérieur brut réel a continué à fléchir, et le chômage a fortement augmenté. Les chances de reprise rapide sont faibles, en Indonésie surtout, du fait de la situation politique qui règne dans ce pays.

Signes de reprise au Brésil et récession en Argentine

Les signes d'une reprise économique se sont renforcés au Brésil. Au deuxième trimestre, le produit intérieur brut réel a progressé par rapport à la période précédente, mais il était encore inférieur à son niveau du trimestre correspondant de 1998. L'emploi a encore diminué, à un rythme toutefois plus lent. En outre, la monnaie brésilienne, qui avait fortement fléchi au début de l'année, s'est raffermie. Etant donné que le renchérissement est resté modéré en dépit de la chute de la monnaie, la banque centrale a pu abaisser rapidement et sensiblement ses taux directeurs. A fin juillet, le Fonds monétaire international (FMI) a débloqué la troisième tranche du crédit ouvert à fin 1998.

L'Argentine, par contre, est restée plongée dans la récession. En milieu d'année, la production industrielle avait régressé de plus de 10% en comparaison annuelle, et le taux de chômage atteignait près de 15%. Cette détérioration de la situation économique est due surtout à la dévaluation de la monnaie brésilienne, qui a entraîné un fort recul des exportations vers le Brésil, le principal partenaire commercial de l'Argentine.

Persistance de la crise économique en Russie

Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel de la Russie a une fois encore diminué en comparaison annuelle. Bien que l'inflation se soit repliée au cours du premier semestre, elle est toujours supérieure à 100%. La dévaluation du rouble, en septembre 1998, n'a pas encore stimulé les exportations, mais a entraîné un renchérissement sensible des biens importés. De ce fait, les biens produits en Russie sont devenus plus compétitifs, et l'industrie nationale a pu accroître légèrement sa production.

Le Parlement russe a voté plusieurs projets de lois en vue de réformer les banques; le gouvernement a, quant à lui, apporté des corrections au système fiscal. La Russie a ainsi satisfait aux exigences posées par le FMI lors de la négociation, au printemps, d'un accord de confirmation portant sur un crédit de 3,3 milliards de droits de tirage spéciaux. A fin juillet, le FMI a débloqué ce crédit. Les fonds serviront exclusivement à assurer le service de la dette de la Russie envers le FMI.

1.2 Evolution monétaire

Légère hausse du renchérissement

Au deuxième trimestre, les prix à la consommation ont augmenté quelque peu dans les pays de l'OCDE, du fait surtout de la hausse des prix du pétrole et d'autres matières premières. En moyenne de l'OCDE (sans les pays à forte inflation), le renchérissement s'inscrivait à 2% au deuxième trimestre, contre 1,9% au trimestre précédent. Du premier au deuxième trimestre, il a passé de 1,7% à 2,1% aux Etats-Unis et de 0,9% à 1% dans la zone euro. Au Royaume-Uni, le renchérissement a continué à se replier; il n'était plus que de 1,3% en juin. Au Japon, les prix à la consommation ont une nouvelle fois diminué, puisqu'ils étaient inférieurs de 0,3% au niveau enregistré un an auparavant.

Relèvement des taux directeurs aux Etats-Unis – Nouvel assouplissement au Royaume-Uni

A fin juin et à fin août, la Réserve fédérale des Etats-Unis a relevé le taux de l'argent au jour le jour de 0,25 point. Ce taux a ainsi passé de 4,75% à 5,25%. A fin août, elle a également porté de 4,5% à 4,75% son taux de l'escompte. Par ces mesures, les autorités monétaires américaines ont réduit le risque d'une accélération du renchérissement. En automne 1998, elles avaient ramené le taux de l'argent au jour le jour de 5,5% à 4,75%, en trois étapes.

Début septembre, la Banque d'Angleterre a augmenté son taux directeur de 0,25 point, le portant à 5,25%; elle a estimé que les risques accrus d'inflation à la suite du raffermissement de la conjoncture mondiale ainsi que la forte hausse des prix immobiliers et les tensions apparues sur le marché britannique du travail justifient ce relèvement. Entre janvier et juin, la Banque d'Angleterre avait abaissé son taux directeur d'un point au total.

Politique monétaire inchangée dans la zone euro et au Japon

Après avoir ramené son taux directeur de 3% à 2,5% au début d'avril, la Banque centrale européenne a maintenu sa politique inchangée jusqu'à fin août. En revanche, les banques centrales danoise et norvégienne ont assoupli leur politique monétaire en juin.

Au deuxième trimestre, la Banque du Japon a poursuivi sa politique monétaire expansionniste, contribuant ainsi à la reprise économique. Le taux de l'argent au jour le jour était proche de 0,0%.

Nouvelle hausse des taux d'intérêt à long terme

Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt à long terme ont continué à augmenter. Entre avril et juin, le taux des emprunts d'Etat à dix ans s'est accru de 0,7 point pour atteindre 5,9%. La conjoncture robuste ainsi que des anticipations inflationnistes plus fortes ont contribué à cette hausse. Dans le sillage de cette évolution, les taux d'intérêt à long terme ont progressé en Europe également. Au deuxième trimestre, ils ont passé de 4% à 4,3% dans la zone euro et de 4,4% à 4,9% au Royaume-Uni. La légère amélioration des perspectives conjoncturelles explique sans doute aussi la hausse des taux dans la zone euro. Au Japon, les rémunérations à long terme s'inscrivaient à 1,5% au deuxième trimestre, contre 2% au trimestre précédent.

Prévisions établies par l'OCDE

Tableau 1

	Croissance économique ¹			Renchérissement ²			Taux de chômage ³		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Union européenne	2,8	1,9	2,4	1,8	1,7	1,7	10,5	10,1	9,8
Allemagne	2,8	1,7	2,3	0,9	0,9	1,3	11,2	10,7	10,0
France	3,2	2,3	2,6	0,7	0,9	1,1	11,8	11,3	10,8
Royaume-Uni	2,1	0,7	1,6	2,5	2,7	2,5	6,2	6,7	7,3
Italie	1,4	1,4	2,2	2,9	2,3	1,5	12,2	12,1	11,9
Etats-Unis	3,9	3,6	2,0	1,0	1,1	1,5	4,5	4,2	4,4
Japon	-2,8	-0,9	0,0	0,4	-0,7	-0,6	4,1	4,9	5,3
Suisse	2,1	1,2	1,8	1,1	1,0	1,2	3,9	3,0	2,7
OCDE	2,3	2,2	2,1	1,3	1,1	1,3	7,1	7,0	7,0

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

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

3 En % de la population active
Source: Perspectives économiques de l'OCDE, juin 1999

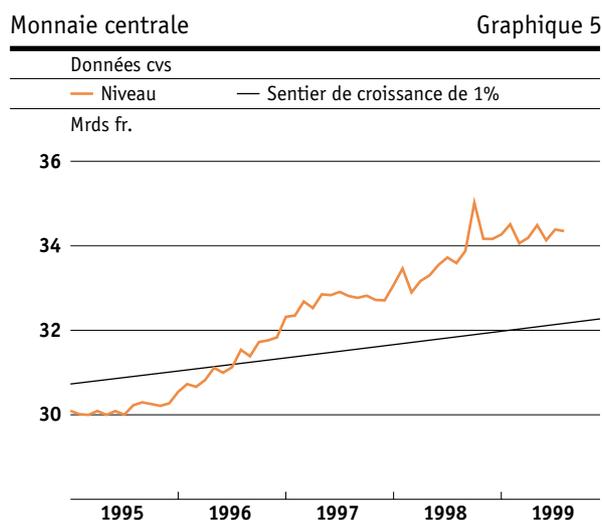
2 Evolution monétaire

2.1 Agrégats monétaires

Croissance de la monnaie centrale

En Suisse, la monnaie centrale désaisonnalisée s'établissait à 34 270 millions de francs en moyenne du deuxième trimestre de 1999. Elle est restée inchangée par rapport au trimestre précédent, mais dépassait toujours de 2,8% son niveau du trimestre correspondant de 1998. L'écart entre la monnaie centrale désaisonnalisée et son sentier de croissance à moyen terme était proche de 7%. Etant donné les déplacements de la demande qui ont été observés ces dernières années, en particulier pour les grosses coupures, on peut continuer à estimer que l'écart par rapport au sentier de croissance amplifie le caractère expansionniste de la politique monétaire.

Pour le deuxième trimestre, la Banque nationale avait tablé sur un volume moyen de 34 400 millions de francs, donc sur une légère progression de la monnaie centrale désaisonnalisée. L'écart par rapport à la prévision est dû surtout à la demande étonnamment faible d'avoirs en comptes de virements. Ces avoirs ont diminué, passant en moyenne de 3985 millions au premier trimestre à 3689 millions de francs au trimestre suivant. En l'espace d'un an, ils ont fléchi de 3,9%. La croissance des billets en circulation a été par contre légèrement plus forte que prévu. A la suite d'une nouvelle et vigoureuse hausse de la demande de coupures de mille francs, les billets en circulation atteignaient 30 466 millions de francs en moyenne du deuxième trimestre; en comparaison annuelle, ils ont enregistré une expansion de 3,6%.



Source pour graphiques 5 et 6: BNS

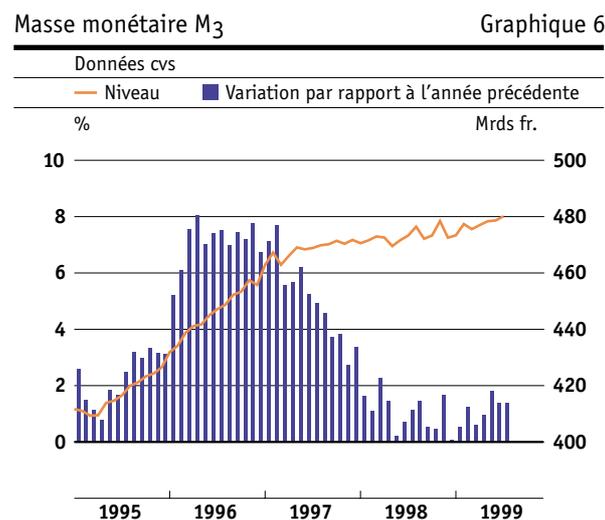
Reprise de M_3

Au deuxième trimestre, la progression des agrégats monétaires au sens large s'est accélérée quelque peu. La masse monétaire M_3 a augmenté de plus de 2% du premier au deuxième trimestre (après correction des variations saisonnières et en taux annualisé) et dépassait de 1,4% son niveau du trimestre correspondant de 1998. La baisse des taux d'intérêt ayant entraîné des transferts sensibles de dépôts à terme vers des placements plus liquides, les autres agrégats au sens large se sont accrus davantage que M_3 . L'agrégat M_1 , qui est constitué du numéraire en circulation et des dépôts à vue (y compris les comptes de transactions), a marqué une expansion de 10,8% en comparaison annuelle. M_2 , soit M_1 et les dépôts d'épargne, a augmenté de 4,4%. Les dépôts d'épargne ont recommencé à progresser légèrement, après avoir eu tendance à diminuer au cours des trimestres précédents.

2.2 Crédits et marché des capitaux

Accélération de la croissance des crédits à la clientèle suisse

A fin juin, les crédits accordés par les banques aux débiteurs suisses dépassaient de 3,5% le niveau observé un an auparavant. Une telle croissance n'avait plus été enregistrée depuis le milieu de 1992. En outre, les crédits à la clientèle suisse ont augmenté plus fortement que le produit intérieur brut nominal, ce qui est habituel. Pendant plusieurs années, leur progression avait été inférieure à celle du PIB.



	1997	1998	1998			1999			
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	juillet	août
Billets en circulation ¹	29,0	29,6	29,4	29,3	30,2	30,6	30,5	30,4	30,0
Variation ²	2,8	1,9	1,9	2,6	3,0	4,2	3,6	3,0	2,9
Avoirs en comptes de virements ¹	3,7	4,1	3,8	4,0	4,5	4,0	3,7	3,8	3,7
Variation ²	26,5	9,4	2,1	4,6	18,8	2,7	-3,9	-5,9	-4,6
MC ^{1,3}	32,7	33,6	33,2	33,3	34,7	34,6	34,2	34,1	33,7
MCD ^{1,4}	32,7	33,7	33,3	33,7	34,4	34,3	34,3	34,4	34,4
Variation ²	4,8	3,0	1,8	2,7	5,2	3,4	2,8	2,0	2,3
Variation ⁵	3,1	5,2	3,6	4,0	5,2	-2,0	-1,0	-0,3	-0,4

Agrégats monétaires au sens large⁶

Tableau 3

	1997	1998 ^P	1998			1999		
			2e trim. ^P	3e trim. ^P	4e trim. ^P	1er trim. ^P	2e trim. ^P	juillet ^P
Numéraire en circulation	3,2	1,6	1,3	2,2	3,3	3,7	2,8	2,9
Dépôts à vue	14,9	10,9	7,5	8,0	11,7	6,9	15,8	17,8
Comptes de transactions	7,1	6,4	9,2	4,4	3,7	4,1	7,4	9,1
M₁	10,1	7,8	7,2	5,8	7,5	5,5	10,8	12,5
Dépôts d'épargne	3,6	-1,1	-1,3	-2,0	-2,7	-3,3	-1,6	-0,8
M₂	6,5	3,1	2,7	1,7	2,2	0,9	4,4	5,7
Dépôts à terme	-0,8	-8,0	-7,4	-2,3	-5,9	0,2	-12,8	-17,5
M₃	5,1	1,0	0,7	0,9	0,7	0,8	1,4	1,4

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

2 En % par rapport à l'année précédente

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

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

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

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

p Chiffres provisoires

Les créances hypothécaires des banques, qui représentent trois quarts environ des crédits à la clientèle suisse, ont enregistré une hausse de 3% en un an. Les hypothèques ont augmenté de 5% dans les banques cantonales et de 6% dans les banques régionales, mais diminué dans les grandes banques. Toutefois, ces dernières détiennent toujours le plus gros volume de créances hypothécaires; elles dépassent dans l'ordre les banques cantonales, les banques régionales et les banques Raiffeisen. Jusqu'ici, les banques étrangères n'ont guère développé leurs crédits à la clientèle suisse.

A fin juin, le taux de croissance des créances sur la clientèle – l'autre composante des crédits à la clientèle suisse – était supérieur à celui des créances hypothécaires. Les créances sur la clientèle ont augmenté de 7% dans les grandes banques, alors qu'elles ont stagné dans les banques cantonales et même régressé dans les banques régionales.

Les crédits de construction – ils précèdent l'octroi de prêts sous forme de créances hypothécaires – donnent une autre image. Tant les limites ouvertes par les banques que les montants utilisés par les clients ont diminué entre fin juin 1998 et fin juin 1999. Depuis le début de 1999, seules les limites ouvertes par les grandes banques ont progressé, faiblement il est vrai. Celles des banques régionales et des banques cantonales ont, par contre, sensiblement reculé.

Activité accrue sur le marché des capitaux

Sur le marché suisse des capitaux, les émissions lancées au deuxième trimestre ont porté sur un volume dépassant celui de la même période de 1998. Les remboursements n'ayant pas augmenté autant que les émissions d'actions et d'obligations, le prélèvement net opéré sur le marché suisse des capitaux a atteint 16,2 milliards de francs, soit environ deux milliards de plus qu'au deuxième trimestre de 1998.

Au deuxième trimestre, les débiteurs suisses ont émis des obligations pour 10 milliards de francs. Après déduction des remboursements, leur prélèvement net s'est inscrit à 5,4 milliards de francs, contre 4,2 milliards un an auparavant. Les débiteurs suisses n'ont lancé que des emprunts classiques à taux fixe («straights»), généralement pour des durées plutôt longues.

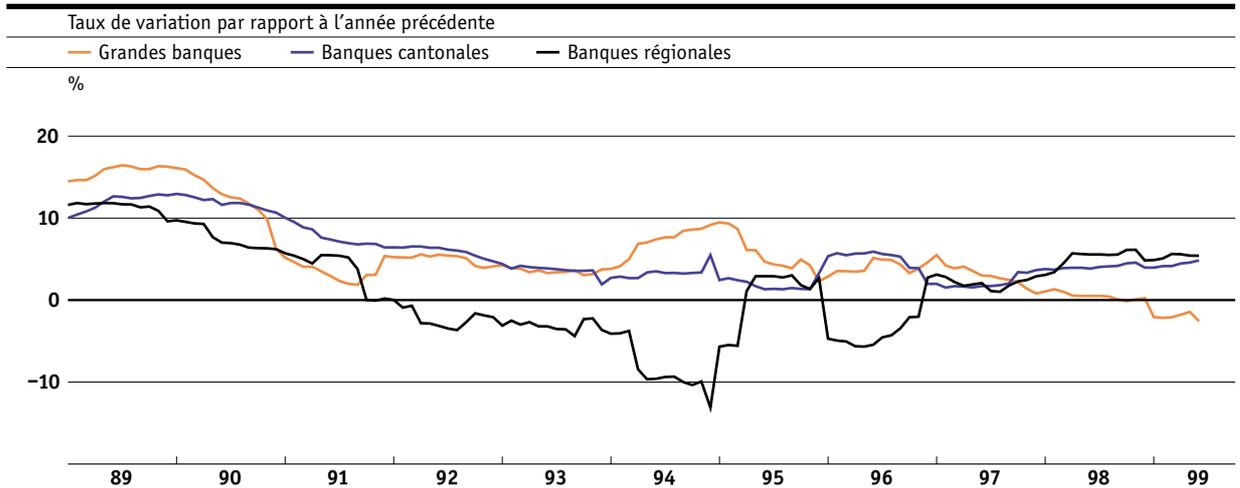
Pour leur part, les débiteurs étrangers ont recueilli un montant net de 9,2 milliards de francs, comme au deuxième trimestre de 1998. Tant le volume des émissions que celui des remboursements

sont restés stables. Ces débiteurs ont donné la préférence à des titres à moyen terme. Les emprunts lancés pour des durées allant jusqu'à cinq ans représentaient environ 70% de la valeur totale des émissions. En comparaison annuelle, le volume des «straights» a diminué de 10%. Les émissions d'emprunts liés à des actions ont reculé encore plus nettement. En revanche, tant les emprunts à taux variable que les obligations synthétiques ont fortement progressé.

Sur le marché suisse des actions, les entreprises suisses ont recueilli un montant net de 1,5 milliard de francs, contre 1 milliard au deuxième trimestre de 1998; les émissions ont augmenté, mais les remboursements n'ont pas varié.

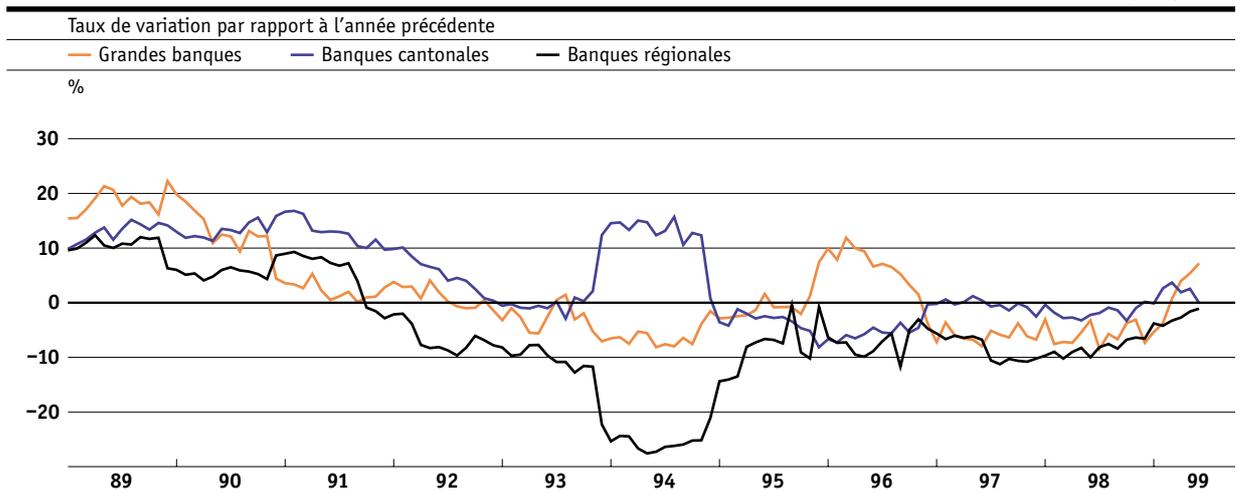
Créances hypothécaires en Suisse de diverses catégories de banques

Graphique 7a



Créances sur la clientèle suisse

Graphique 7b



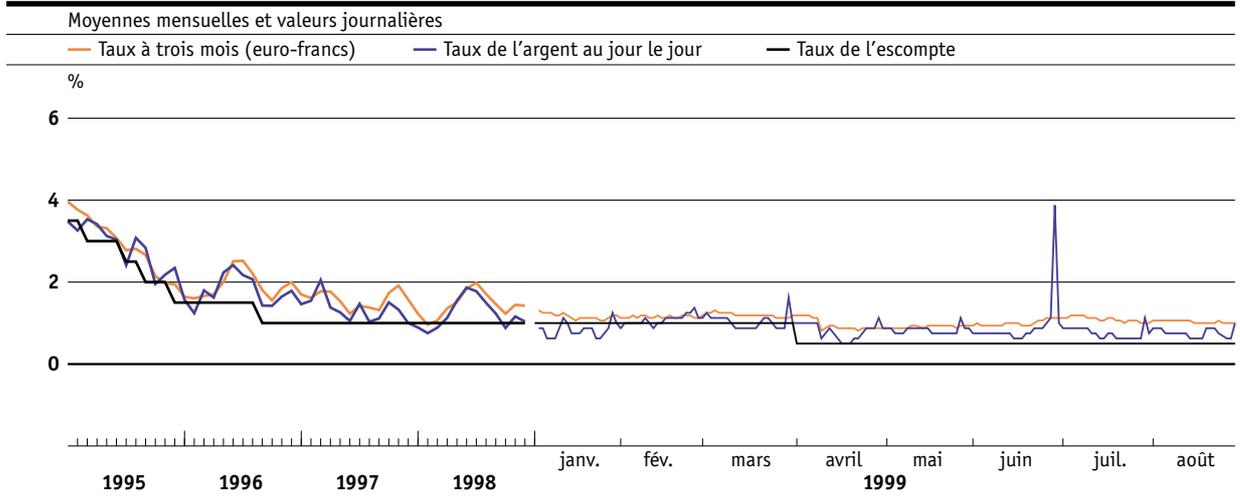
Source: BNS

	1997	1998	1998			1999	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Emprunts et actions, total							
Valeur d'émission ¹	61,7	83,1	20,8	19,5	20,5	21,4	23,9
Conversions/remboursements	32,9	35,8	6,7	9,5	10,7	12,9	7,8
Recours net	28,8	47,3	14,1	10,0	9,9	8,5	16,2
Emprunts obligataires suisses							
Valeur d'émission ¹	24,3	30,3	7,5	6,2	5,1	7,5	10,0
Conversions/remboursements	17,6	16,0	3,3	4,8	3,5	6,9	4,6
Recours net	6,8	14,3	4,2	1,4	1,6	0,6	5,4
Actions suisses							
Valeur d'émission ¹	2,9	11,3	1,8	0,7	8,7	0,8	2,4
Remboursements	3,0	3,6	0,8	0,6	1,7	0,2	0,9
Recours net	-0,1	7,8	1,0	0,1	7,0	0,5	1,5
Emprunts obligataires étrangers²							
Valeur d'émission ¹	34,5	41,5	11,5	12,6	6,7	13,2	11,5
Remboursements	12,4	16,2	2,6	4,1	5,4	5,9	2,3
Recours net ³	22,1	25,3	8,9	8,5	1,3	7,3	9,2

1 Selon la date de libération

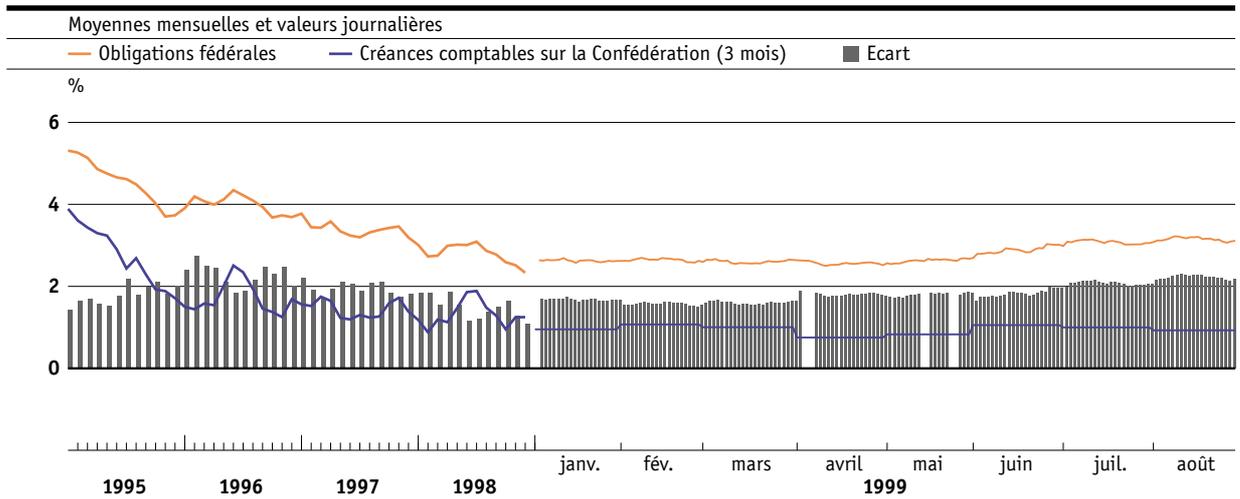
2 Sans les emprunts
en monnaies étrangères

3 Sans les conversions



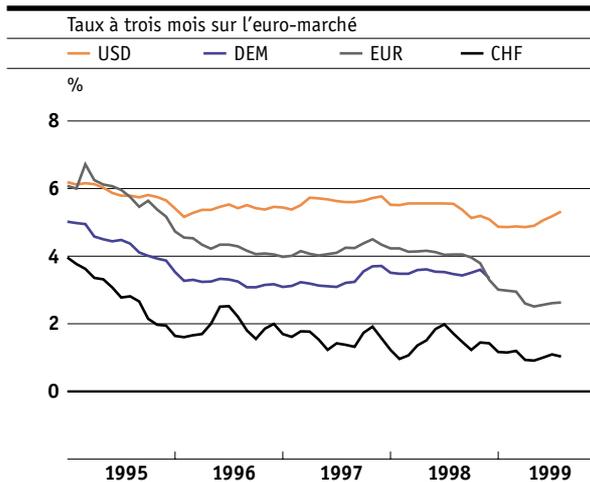
Rendement des obligations et structure des taux d'intérêt

Graphique 9



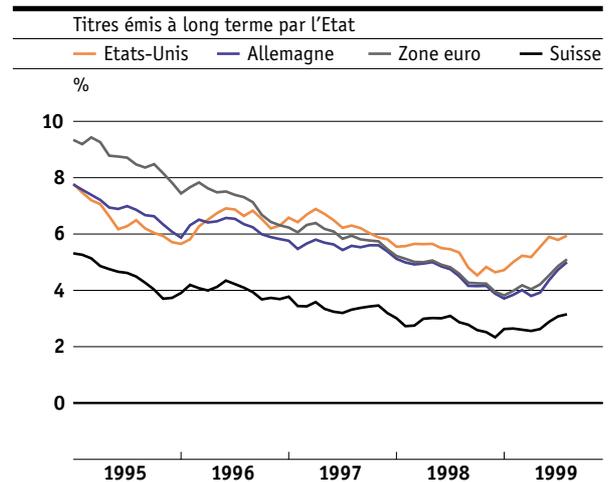
Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 10



Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 11



Source pour graphiques 8 et 10: BNS

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

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

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

2.3 Taux d'intérêt

Marché monétaire

Au cours du deuxième trimestre, les taux ont une nouvelle fois diminué légèrement sur le marché monétaire. Le taux de l'argent au jour le jour s'inscrivait en moyenne à 0,84%, soit 13 points de base au-dessous du niveau du trimestre précédent. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs s'établissait à 0,95%, et le rendement à l'émission des créances comptables sur la Confédération, à 0,88%; tous deux ont baissé quelque peu. Mais les taux à court terme ont recommencé à augmenter vers la fin du deuxième trimestre. Cette tendance s'est maintenue en juillet.

Les écarts par rapport aux rémunérations servies à l'étranger ont évolué diversement. Sur l'euro-marché, la différence entre les rémunérations des placements à trois mois en euros et en francs s'est réduite, passant en moyenne trimestrielle de 1,81 point à 1,56 point. Quant à l'écart entre les taux des placements à trois mois en dollars et en francs, il a augmenté de 0,29 point pour atteindre 3,99 points.

Rendement des emprunts de la Confédération

Au cours du deuxième trimestre, le rendement moyen des emprunts de la Confédération est resté largement inchangé. Par rapport au trimestre précédent, il a augmenté de 6 points de base pour s'inscrire à 2,69%. Une hausse sensible a été observée vers la fin du trimestre et, surtout, en juillet.

Les rémunérations servies sur le marché monétaire ayant marqué un repli entre le premier et le deuxième trimestres, la différence entre les taux longs et les taux courts s'est accrue de 19 points de base. Etant donné que cet écart s'était déjà creusé au premier trimestre, la courbe des taux d'intérêt pour des durées allant jusqu'à dix ans est devenue nettement plus raide depuis le début de l'année.

Pour les emprunts d'Etat, les écarts entre les rendements étrangers, plus élevés, et suisses ont eu tendance à s'élargir. Par rapport aux Etats-Unis, l'écart a augmenté de 0,49 point pour atteindre 2,85 points. Par rapport à l'Allemagne, il a passé de 1,23 point à 1,34 point.

Taux hypothécaires

Le repli des rémunérations à court terme en Suisse a entraîné, au premier semestre, une nouvelle baisse des taux variables sur les anciennes et les nouvelles hypothèques. Du premier au deuxième trimestre, le taux des anciennes hypothèques a passé en moyenne de 4,04% à 4%, celui des nouvelles hypothèques, de 4,01% à 3,86%. Pendant la même période, les taux des obligations de caisse et ceux des dépôts d'épargne ont eux aussi diminué, les premiers s'établissant à 2%, et les seconds à 1,3%. Vers la fin du deuxième trimestre toutefois, les rémunérations servies sur les obligations de caisse sont reparties à la hausse, à l'instar des rendements des emprunts obligataires. Cette tendance s'est poursuivie en juillet et a commencé à influencer sur les hypothèques à taux fixe.

2.4 Cours de change

Correction du cours du dollar

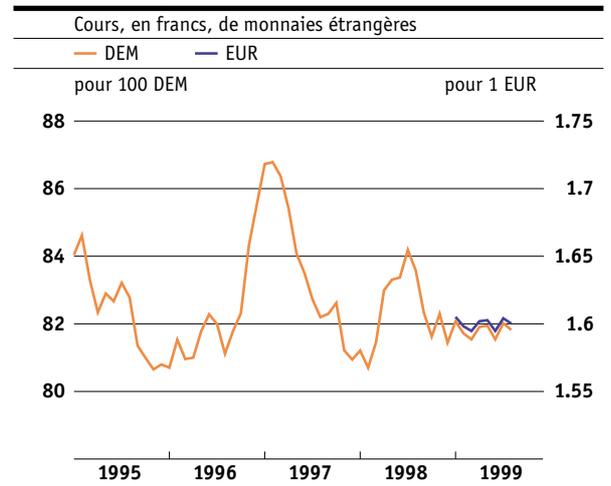
Au deuxième trimestre, le dollar a continué à se revaloriser du fait des disparités, entre les Etats-Unis et l'Europe, dans la croissance économique. En juillet, une correction a eu lieu après l'apparition des premiers signes d'un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis et d'une amélioration des perspectives conjoncturelles en Europe. Le resserrement de l'écart entre les taux américains et européens à long terme ainsi que l'augmentation toujours vive du déficit de la balance commerciale des Etats-Unis ont contribué également à affaiblir le dollar. Face à l'euro, la monnaie américaine a presque atteint, en juillet, une relation de change de 1 à 1. A fin août, l'euro s'échangeait à 1,05 dollar, d'où un léger raffermissement de la monnaie américaine depuis le début du deuxième trimestre. Malgré plusieurs interventions de la Banque du Japon et d'autres banques centrales, le dollar a faibli vis-à-vis du yen à la suite des perspectives de croissance plus positives au Japon. En août, il valait 110 yens, ce qui signifie une baisse de 7,3% depuis avril. Dans le même laps de temps, la livre sterling est restée approximativement inchangée face à la monnaie américaine et a repris 1,1% par rapport à l'euro.

Franc en partie plus faible

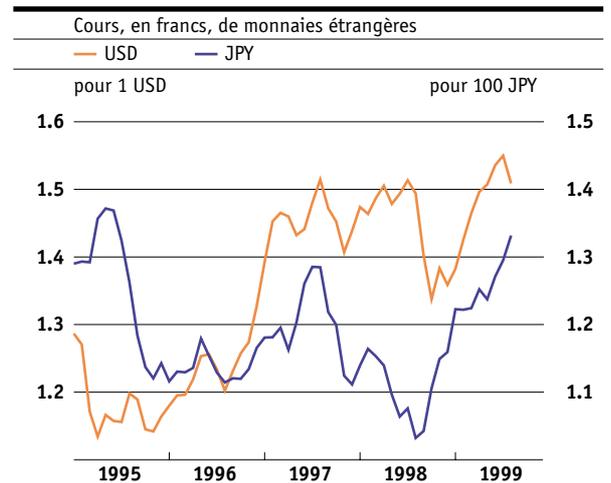
Le franc est resté stable vis-à-vis de la plupart des monnaies européennes. Il a évolué plus ou moins parallèlement à l'euro. En août, l'euro valait 1,60 franc, soit un cours à peu près identique à celui d'avril. Dans cette phase, le franc a légèrement faibli face à la livre sterling et au dollar. A fin août, le dollar s'échangeait à 1,52 franc. Par rapport au yen japonais qui, lui, se raffermissait, le franc a cédé 10,3% entre avril et août.

En termes réels, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, a diminué de 1,3% entre avril et août; elle était ainsi inférieure de près de 1% au niveau enregistré un an auparavant. Le cours réel du franc a baissé de 2,4% vis-à-vis du mark allemand, de 1% par rapport au dollar et de 6% face au yen japonais.

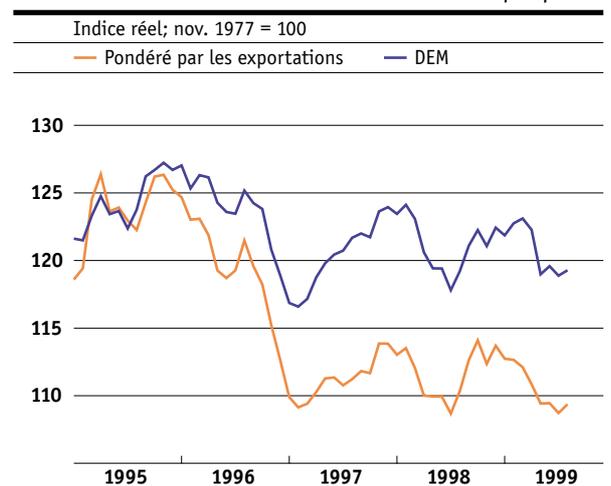
Cours de change Graphique 12



Cours de change Graphique 13



Evolution du cours du franc Graphique 14



Source pour graphiques 12 à 14:
BNS

3 Demande globale et production

3.1 Produit intérieur brut et production industrielle

Stabilisation de la conjoncture

En Suisse, la conjoncture s'est stabilisée au deuxième trimestre de 1999, après avoir perdu constamment de son dynamisme au cours des quatre trimestres précédents. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,2% d'un trimestre à l'autre. Il était de 1,1% supérieur à son niveau de la période correspondante de 1998. Le rythme de croissance de la consommation privée et celui des investissements en biens d'équipement ont marqué un ralentissement. Mais les investissements en constructions, qui avaient reculé nettement au premier trimestre, ont progressé dans une forte mesure, dépassant ainsi leur niveau de la période correspondante de 1998. Dans l'ensemble, la demande intérieure a toutefois crû moins sensiblement qu'au premier trimestre. Des impulsions accrues ont émané en revanche des exportations de biens et de services. Etant donné que simultanément la croissance des importations a faibli

nettement, le commerce extérieur a contribué positivement, pour la première fois depuis 1997, à l'expansion du produit intérieur brut réel. Si l'on fait abstraction de sa part volatile qui comprend les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités, la progression des exportations apparaît plus modeste, alors que les importations ont évolué de manière plus dynamique (voir le chap. 3.2).

Amélioration guère perceptible dans l'industrie

La situation est restée déprimée dans l'industrie, sur un arrière-plan de faiblesse persistante des exportations. L'indicateur de la marche des affaires dans l'industrie – il est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – s'est maintenu dans une zone peu satisfaisante. Cela concerne tant l'industrie d'exportation que, dans une mesure moindre, l'industrie axée sur le marché intérieur.

Les entreprises qui exportent une grande part de leur production ont de nouveau annoncé des entrées de commandes en légère baisse et des carnets de commandes en repli par rapport au premier trimestre. La diminution de la production s'est même accélérée d'un trimestre à l'autre. Cette évolution

Produit intérieur brut

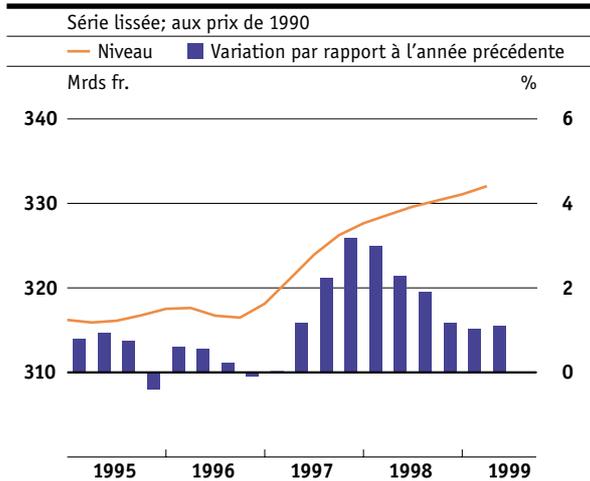
Aux prix de 1990; contributions en points à la croissance annuelle du PIB

Tableau 5

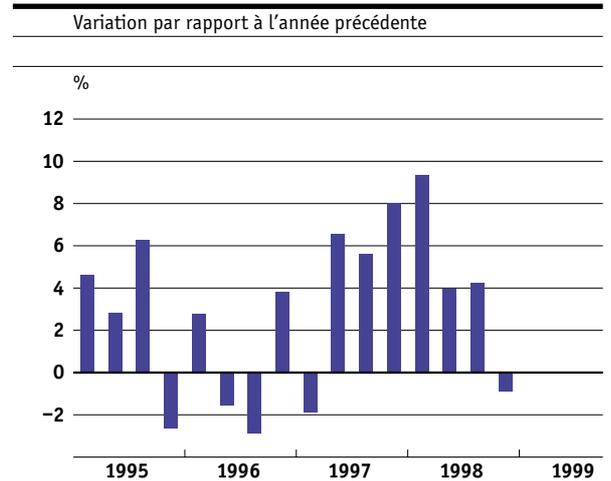
	1997	1998	1998			1999	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Consommation privée	0,8	1,4	1,2	1,4	1,5	1,5	0,9
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
Formation de capital fixe	0,4	1,1	0,3	0,8	1,7	0,7	0,8
Constructions	-0,2	0,1	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,3
Biens d'équipement	0,6	1,0	0,4	0,6	1,9	1,1	0,4
Demande intérieure finale	1,2	2,4	1,4	2,2	3,2	2,3	1,7
Stocks	0,1	1,7	2,4	0,3	1,2	-0,7	-1,0
Exportations, total	3,5	1,9	2,3	1,9	-0,2	0,5	1,0
Demande globale	4,9	6,0	6,1	4,3	4,2	2,1	1,7
Importations, total	-3,2	-3,9	-3,8	-2,4	-3,0	-1,1	-0,6
PIB	1,7	2,1	2,3	1,9	1,2	1,0	1,1

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

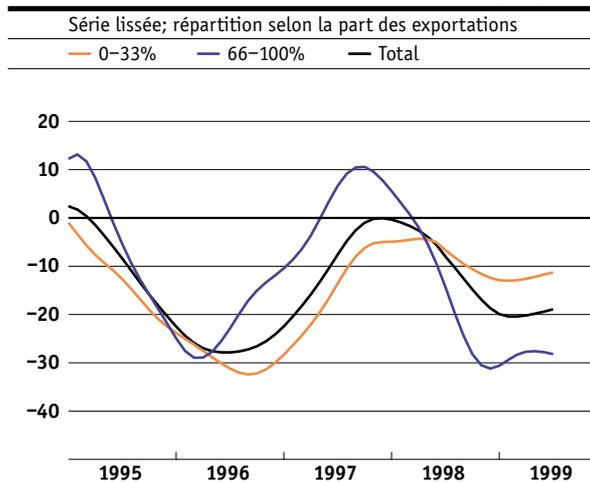
Produit intérieur brut Graphique 15



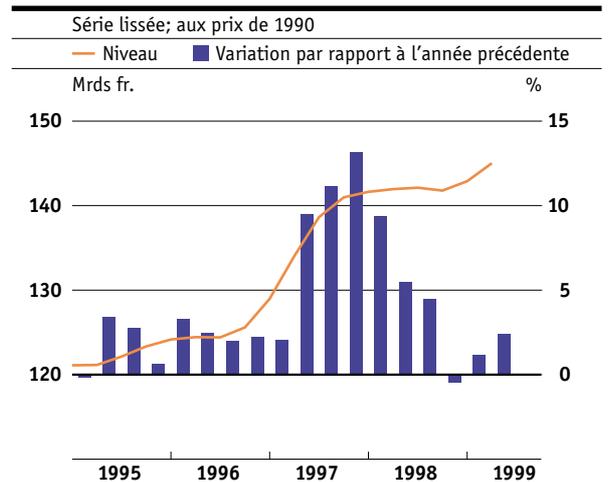
Production industrielle Graphique 17



Marché des affaires dans l'industrie Graphique 16



Exportations Graphique 18



Graphique 15: Estimations trimestrielles, annualisées. Source: seco

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

Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ
Source pour graphique 17: OFS

Graphique 18: Estimations trimestrielles, annualisées (y compris métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités)
Source: seco

s'explique en partie par les efforts que les entrepreneurs ont déployés en vue de réduire leurs stocks excessifs. A la fin du deuxième trimestre, les stocks étaient toujours considérés comme trop étoffés, mais pas autant toutefois qu'au début de l'année.

Dans l'industrie axée sur le marché intérieur, les entrées de commandes et la production ont progressé légèrement d'un trimestre à l'autre et les carnets de commandes n'ont plus reculé que faiblement. Les stocks de produits en amont et de produits finis ayant régressé continuellement en l'espace d'une année, ils ont été jugés appropriés. Ainsi, les conditions d'une reprise rapide de la production se sont améliorées pour le second semestre de 1999.

Recul du taux d'utilisation des capacités techniques

Le taux d'utilisation des capacités techniques a continué son repli dans l'industrie. Il s'inscrivait à 81,4% au deuxième trimestre, contre 85,9% un an auparavant. Contrairement aux quatre trimestres précédents, le recul n'est pas dû uniquement à la baisse de la production; l'extension des capacités techniques l'explique également.

Des attentes toujours optimistes

Malgré l'évolution décevante des affaires au premier semestre, les entrepreneurs sont devenus plus confiants. Pour les trois prochains mois, une majorité croissante d'entrepreneurs issus aussi bien de l'industrie axée sur le marché intérieur que de celle à vocation exportatrice s'attend à une reprise de la demande. Les deux secteurs prévoient une extension de la production et envisagent des achats accrus

de produits semi-finis. Le climat demeure confiant pour le plus long terme également.

Le baromètre conjoncturel à la hausse

Le baromètre conjoncturel, établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, renseigne sur l'évolution de l'économie au cours des six prochains mois. Jusqu'en juillet, il a continué à hausser, ce qui laisse entrevoir une reprise de la conjoncture pour la seconde moitié de l'année. La Banque nationale table sur une croissance économique de plus de 2% (taux annualisé). Ainsi, l'expansion annuelle du produit intérieur brut réel devrait passer de 0,7% au premier trimestre à près de 2% au dernier trimestre de 1999.

3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes

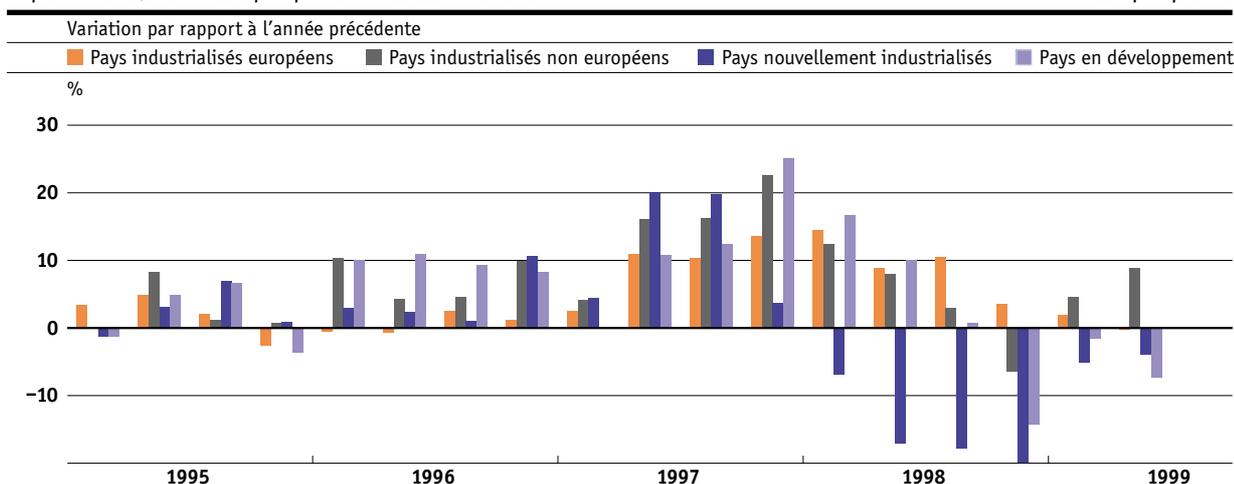
Légère reprise des exportations de biens

Les exportations de biens ont augmenté en volume du premier au deuxième trimestre, alors qu'elles avaient diminué aux deux trimestres précédents. En comparaison annuelle et en données corrigées des jours ouvrables, elles ont progressé de 1%¹. La plus forte demande émanant des Etats-Unis et les livraisons en hausse à destination de l'Asie de l'Est ont contribué à cette reprise. Pour les trois prochains mois, l'industrie d'exportation s'attend à un net accroissement des entrées de commandes.

Une répartition selon les groupes de produits montre que la demande de biens de consommation

Exportations, ventilées par partenaires commerciaux

Graphique 19



Graphique 19: Sans les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (total 1).

Source: Direction générale des douanes fédérales

1 Le deuxième trimestre de 1999 ayant compté autant de jours ouvrables que le trimestre correspondant de l'année précédente, les taux de croissance du commerce extérieur sont identiques aux données officielles des

tableaux 6 et 7 ainsi que du graphique 19.

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

Tableau 6

	1997 ³	1998 ³	1998			1999	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Total	7,7	4,7	4,7	4,8	-1,2	0,1	1,0
Matières premières et produits semi-finis	10,2	4,6	4,6	-0,1	-0,9	-3,4	-2,5
Biens d'équipement	7,8	6,3	7,3	6,1	-2,5	1,5	-0,1
Biens de consommation	5,1	3,3	2,3	7,5	-1,1	1,6	5,1
Valeurs moyennes à l'exportation	3,7	-0,9	0,1	-1,3	-1,7	0,2	-1,0

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

Tableau 7

	1997 ³	1998 ³	1998			1999	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Total	6,4	8,1	6,7	6,1	7,4	6,7	4,8
Matières premières et produits semi-finis	9,6	5,0	3,2	5,2	-1,9	-1,9	1,7
Biens d'équipement	5,6	12,2	7,6	6,1	17,0	15,3	8,5
Biens de consommation	2,3	9,7	9,4	7,6	7,9	8,6	5,7
Valeurs moyennes à l'exportation	5,4	-4,1	-3,0	-3,7	-3,4	-3,2	-2,9

Balance des transactions courantes soldes en milliards de francs

Tableau 8

	1997 ³	1998 ³	1998 ³			1999 ⁴	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Biens	-0,5	-2,2	-0,7	0,1	-0,7	-0,6	0,1
Commerce spécial	0,3	-1,8	-0,6	0,2	-0,7	-0,3	0,3
Services	18,9	19,0	4,5	4,7	4,4	6,0	4,9
Tourisme	1,4	1,0	-0,1	0,1	-0,1	1,0	-0,3
Revenus du travail et de capitaux	24,0	23,2	8,6	5,1	4,5	6,7	8,7
Revenus de capitaux	30,6	29,7	10,2	6,7	6,1	8,3	10,4
Transferts courants	-4,9	-5,4	-1,3	-1,3	-1,5	-1,4	-1,4
Total de la balance	37,6	34,8	11,1	8,6	6,6	10,7	12,4

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

2 Données non corrigées des jours ouvrables

3 Chiffres révisés

4 Estimations

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

suisses s'est raffermie sensiblement (5,1%). De même, les exportations de montres et de bijoux, qui avaient particulièrement pâti de la crise asiatique, dépassaient de nouveau leur niveau de la période correspondante de 1998. Par contre, les livraisons à l'étranger de biens d'équipement ont encore stagné, mais, parmi ceux-ci, des évolutions divergentes ont été observées. Si les exportations de machines motrices et de machines de bureau se sont accrues fortement, les livraisons à l'étranger de machines pour l'industrie du papier et l'industrie textile ont enregistré une baisse notable. Le recul des exportations de matières premières et de produits semi-finis s'est ralenti, passant à 2,5%. Les exportations de textile ont de leur côté fléchi nettement.

Faible demande émanant de l'UE

En comparaison annuelle, les exportations vers l'Union européenne (UE) ont stagné en valeur, comme au premier trimestre. Des écarts importants ont toutefois été observés d'un pays à l'autre. Alors que les ventes à l'Allemagne, à l'Italie et aux Pays-Bas ont augmenté, celles à destination du Royaume-Uni, de la France et des pays nordiques se sont repliées.

Progression des exportations vers les Etats-Unis et l'Asie de l'Est

Les exportations à destination des Etats-Unis ont continué à faire preuve de dynamisme au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, elles ont progressé de 12,5%, soit à un rythme atteignant plus du double de celui de la période précédente. Si les exportations vers le Japon n'ont pas varié à cause de la faiblesse persistante de l'économie nippone, celles à destination des pays nouvellement industrialisés d'Asie de l'Est ont augmenté de près de 9%. Au premier trimestre, elles avaient diminué de 6%. Les ventes à la Corée du Sud et à Singapour ont marqué un très net redressement, puisqu'elles se sont accrues de 27% et 18%. Par contre, les exportations vers les autres pays nouvellement industrialisés, les pays en développement et les pays européens en transition ont enregistré un repli.

Croissance accrue des importations

En volume, les importations de marchandises s'inscrivaient 4,8% au-dessus de leur niveau du deuxième trimestre de 1998. De prime abord, elles ont augmenté à peu près au même rythme qu'au premier trimestre de 1999 (5%). Il convient toutefois de considérer que, du fait surtout d'achats d'avions inhabituellement importants, elles avaient progressé

fortement. Abstraction faite de ces acquisitions, la croissance des importations s'est donc accélérée du premier au deuxième trimestre.

Les importations de matières premières et de produits semi-finis s'établissaient, pour la première fois depuis le troisième trimestre de 1998, légèrement au-dessus de leur niveau de la période correspondante de 1998 (1,7%). Cette évolution reflète une stabilisation graduelle de la conjoncture dans l'industrie. Les importations de biens d'équipement ont marqué une progression nettement supérieure à celle du premier trimestre (10,9%, avions non compris). Les achats d'ordinateurs à l'étranger ont enregistré une nouvelle fois un vif accroissement (23,5%). La demande de biens de consommation étrangers est restée vigoureuse (5,7%); les importations d'aménagements d'intérieurs et de voitures ont augmenté de manière particulièrement sensible.

Légère baisse des prix à l'importation et à l'exportation

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'importation ont baissé de 2,9% en l'espace d'une année et, partant, reculé à un rythme un peu moins rapide qu'au premier trimestre. Après un net repli au début de l'année, les prix des produits énergétiques n'ont diminué que de 1,9%. De leur côté, les prix à l'exportation ont régressé de 1%; ils n'avaient pas varié au trimestre précédent.

Balance des transactions courantes

Au deuxième trimestre, les exportations de marchandises ont progressé de 1,5% en valeur, alors que les importations ont reculé de 1,5% par rapport à leurs niveaux de la période correspondante de 1998². Ainsi, la balance commerciale a dégagé un excédent de 0,3 milliard de francs, après avoir enregistré un déficit de 0,6 milliard un an auparavant. Le solde actif de la balance des services était de 4,9 milliards de francs, contre 4,5 milliards au deuxième trimestre de 1998. La progression des commissions bancaires a contribué pour une large part à cette évolution. L'excédent des revenus de facteurs a augmenté de 0,1 milliard pour atteindre 8,7 milliards de francs. Les recettes nettes découlant des investissements de portefeuille se sont accrues, mais les revenus nets tirés des investissements directs et des opérations des banques sur intérêts ont diminué. Au total, l'excédent de la balance des transactions courantes a passé de 11,1 milliards à 12,4 milliards de francs, ce qui correspond à 12,7% du produit intérieur brut nominal.

² Contrairement aux données du commerce extérieur, réparties selon l'utilisation des marchandises et par régions, la balance des transactions courantes comprend également les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (total 2).

3.3 Investissements

Au deuxième trimestre, les investissements ont augmenté de 2,9% par rapport à la période correspondante de 1998; ils avaient progressé de 3,5% au premier trimestre. Alors que les investissements en biens d'équipement ont perdu de leur dynamisme, l'activité s'est animée dans la construction, après le repli du premier trimestre.

Reprise dans la construction

En volume, les investissements en constructions dépassaient, au deuxième trimestre, de 2,5% leur niveau de la période correspondante de 1998; au premier trimestre, ils avaient par contre reculé de 4,1%. Le redressement a reflété en partie un besoin de rattrapage, de nombreux projets ayant dû être reportés en raison des mauvaises conditions climatiques au début de 1999. Les dommages importants causés par les inondations et les avalanches ont en outre engendré une demande supplémentaire. La reprise semble toutefois aller au-delà de la couverture de ce besoin de rattrapage. D'après l'enquête trimestrielle que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ mène dans la construction, l'activité a enregistré une nouvelle amélioration dans le secteur principal de la construction et, partant, retrouvé nettement la zone positive. Le taux d'utilisation des machines a augmenté, et une majorité croissante d'entrepreneurs a signalé un manque de main-d'œuvre.

Perspectives plus favorables

Pour les trois prochains mois, des entrées de commandes en hausse sont escomptées dans le bâtiment et le génie civil. Si le bâtiment se montre réservé pour les six mois à venir, le génie civil table sur un raffermissement de la demande. Ces deux segments prévoient une légère progression de l'effectif du personnel et s'attendent à ce que les prix augmentent.

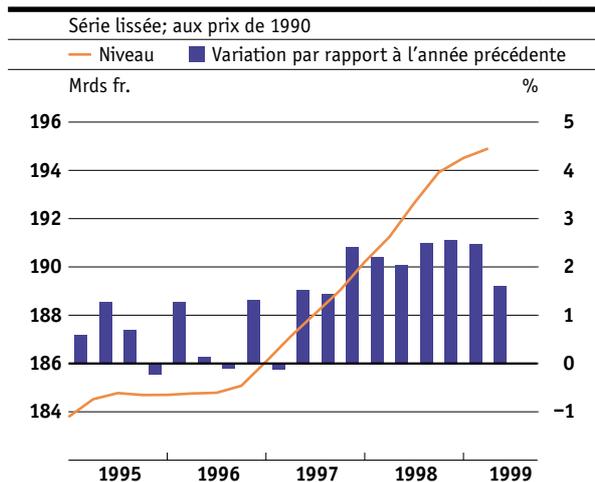
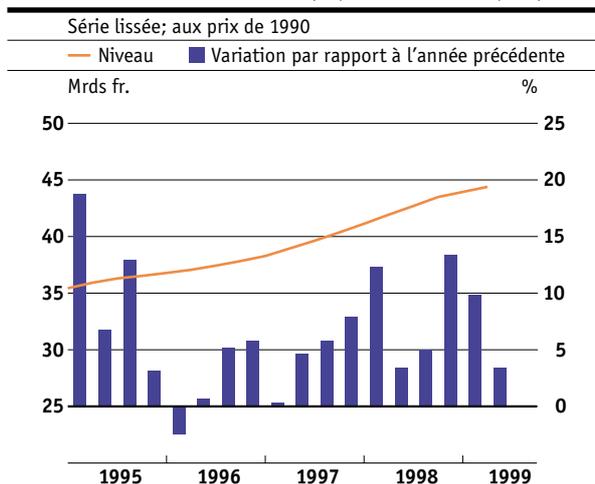
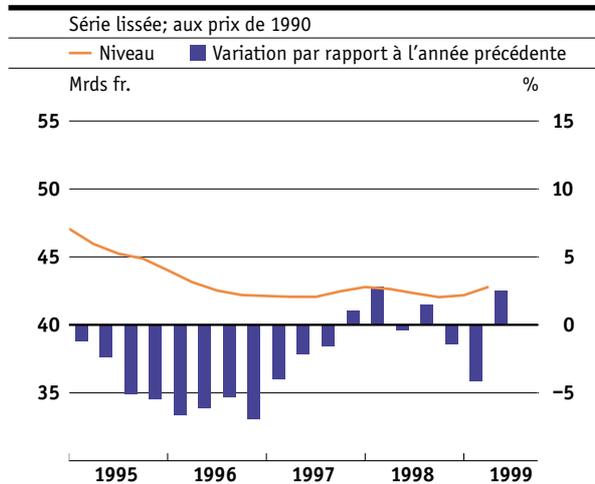
Le génie civil devrait profiter avant tout de grands projets d'infrastructure qui arrivent graduellement dans une phase de réalisation. Une amélioration se dessine également dans les investissements afférents aux logements, lesquels avaient marqué un recul de 1% en 1998. Au deuxième trimestre, tant le nombre des logements nouvellement construits que celui des logements en cours de construction étaient toujours inférieurs (-1% pour chacun d'eux) aux chiffres observés un an auparavant. Dans le même temps, le nombre des logements dont la construction a été autorisée a progressé de 3%. Une évolution semblable ressort de l'enquête de la Société suisse

des entrepreneurs selon laquelle une croissance de 1% (premier trimestre: 7,4%) des entrées de commandes est annoncée dans la construction de logements pour le deuxième trimestre. Le bas niveau des taux hypothécaires, qui stimule principalement la construction de maisons familiales, a contribué à raviver la demande dans ce segment. Pour la première fois depuis 1991, la part des appartements vacants a fléchi nettement, passant de 1,85% à 1,66% en un an; toutefois, elle atteignait encore le triple du taux enregistré au début de la phase de récession, en 1991, dans la construction. Entre-temps, le nombre des appartements vacants de qualité a régressé nettement, ce qui doit influencer favorablement sur les investissements.

Selon l'indice calculé par le bureau de planification Wüest & Partner, les prix sont demeurés en majorité orientés légèrement à la baisse au deuxième trimestre. Tant les loyers des appartements que les prix des appartements en propriété par étage et les loyers des bureaux ont diminué d'un trimestre à l'autre. Par contre, les prix des maisons familiales ont augmenté, retrouvant pour la première fois leur niveau de fin 1996.

Accroissement des investissements en biens d'équipement

En volume, les investissements en biens d'équipement ont continué à progresser au deuxième trimestre. Ils étaient de 3,4% supérieurs à leur niveau de la période correspondante de 1998. La vive augmentation, soit 9%, des importations de machines destinées à l'industrie montre que les investissements ont gagné en dynamisme dans cette branche. L'enquête que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a menée dans l'industrie confirme cette évolution, puisqu'elle fait apparaître une extension des capacités techniques. Quant aux importations de machines et d'appareils pour le secteur des services, elles ont enregistré une progression de loin plus vigoureuse (19,6%); il convient de noter qu'une partie de ces machines et appareils servent également à l'industrie.



Graphiques 20, 21 et 22:
Estimations trimestrielles,
annualisées. Source: seco

3.4 Consommation

Consommation privée en hausse

La consommation privée a continué à augmenter, mais elle a perdu de sa vigueur par rapport à 1998. Au deuxième trimestre, elle dépassait de 1,6% le niveau observé un an auparavant, contre 2,5% au premier trimestre.

Les chiffres d'affaires du commerce de détail étaient de 0,6% inférieurs, en termes réels, à leur niveau du deuxième trimestre de 1998, étant donné que les ventes élevées à l'approche de Pâques ont été enregistrées en 1999 au premier trimestre. De mars à juin, ils s'inscrivaient 1% au-dessus des chiffres de la période correspondante de 1998. Les ventes de biens de consommation durables, notamment celles d'aménagements d'intérieurs mais aussi de voitures, ont progressé dans une mesure supérieure à la moyenne. Par contre, la demande de produits alimentaires et d'habillement est restée inchangée. Après la stagnation du premier trimestre, due aux mauvaises conditions climatiques, la demande s'est nettement ranimée dans la restauration et l'hébergement. Au deuxième trimestre, le nombre des nuitées de la clientèle suisse s'est accru de 7,2% par rapport à la même période de l'année précédente.

Des perspectives toujours favorables

L'indice du climat de consommation a progressé en juillet et, partant, de nouveau évolué dans la zone positive. La consommation privée devrait donc bénéficier de nouvelles impulsions durant la seconde moitié de l'année. L'enquête menée dans le commerce de détail par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ confirme cette appréciation optimiste. Pour les trois prochains mois, une majorité croissante de détaillants table sur une augmentation des ventes et prévoit d'accroître ses achats.

4 Marché du travail

4.1 Emploi

Légère croissance de l'emploi

L'emploi a progressé de 0,1% seulement du premier au deuxième trimestre. Il dépassait alors de 0,7% son niveau de la période correspondante de 1998 (premier trimestre: 1,1%). L'évolution a sensiblement varié selon le taux d'occupation. En effet, le nombre des personnes travaillant entre 50 et 90% a augmenté de 2,2%, alors que celui des personnes ayant un taux d'occupation inférieur à 50% a reculé de 1,2% et que celui des personnes occupées à plein temps a stagné. Dans l'ensemble, le nombre des heures de travail effectuées s'est accru plus fortement que le nombre des personnes occupées.

Les impulsions provenant du secteur des services ont été faibles. L'emploi y a progressé de 1,1% en un an, contre 1,6% au premier trimestre. Il s'est légèrement replié dans l'industrie, aussi bien en comparaison annuelle que trimestrielle. Dans la construction, il a enregistré une hausse de 0,5% d'un trimestre à l'autre, mais n'a guère augmenté en un an.

Perspectives d'emploi

Les indicateurs avancés font état d'une nouvelle amélioration sur le marché du travail. L'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi, est reparti à la hausse au deuxième trimestre, après avoir marqué une pause au tournant de l'année. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices régionaux de placement a toutefois diminué légèrement. Il s'inscrivait à 14 400 en juillet, contre 15 300 en janvier. Selon les informations re-

cueillies par l'Office fédéral de la statistique (OFS), les perspectives se sont améliorées dans l'industrie pour la première fois depuis début 1998, et se sont consolidées dans la construction et les services. La demande de travailleurs qualifiés a continué à se renforcer. Les entreprises ont jugé adéquats leurs effectifs de travailleurs qualifiés, mais toujours trop élevés ceux de travailleurs non qualifiés.

4.2 Chômage

Moins de demandeurs d'emploi et de chômeurs

Le nombre des demandeurs d'emploi est resté orienté à la baisse. En données corrigées des variations saisonnières, il s'établissait à 168 100 en juillet, contre 185 800 en mars. La part des demandeurs d'emploi à la population active a passé de 5,1% à 4,6%.

De mars à juillet, le nombre des chômeurs inscrits a diminué de 8000 pour s'établir à 96 800; ainsi, il était au-dessous de la barre des 100 000 pour la première fois depuis août 1992. En outre, le taux de chômage a passé de 3% à 2,7%. La baisse la plus forte a été observée dans la catégorie des personnes sans emploi depuis plus de sept mois. L'effectif des chômeurs nouvellement inscrits n'a que peu régressé. Comme précédemment, un repli a été enregistré tant du côté des travailleurs qualifiés que de celui des auxiliaires. Entre juillet 1998 et juillet 1999, les parts de ces deux groupes – soit 49,8% et 37% – n'ont guère varié. En moyenne toutefois, les travailleurs peu qualifiés sont restés les plus touchés par le chômage.

Marché du travail données brutes

Tableau 9

	1997	1998	1998			1999			
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	juillet	août
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	-1,6	1,2	1,6	1,4	1,2	1,1	0,9	-	-
Personnes occupées à plein temps ¹	-1,8	0,8	0,8	1,0	0,9	0,4	0,2	-	-
Taux de chômage ^{2,3}	5,2	3,9	3,9	3,4	3,3	3,3	2,7	2,5	2,4
Chômeurs ³	188,3	139,7	142,3	121,9	119,5	120,7	99,0	90,1	87,5
Demandeurs d'emploi ³	244,7	217,3	221,7	203,8	200,5	197,9	175,2	162,8	157,5
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	6,6	3,1	2,8	1,2	2,7	5,2	3,6	1,1	
Places vacantes annoncées ³	9,4	13,3	15,0	14,0	12,2	14,7	16,3	15,9	14,4

1 Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

Sources: seco et OFS

Toutes les régions linguistiques et tous les secteurs ont bénéficié de la diminution du chômage. La décreue a été particulièrement forte dans la construction. Le nombre des chômeurs dans la construction s'établissait à 5900, soit la moitié du chiffre observé un an auparavant. Le taux de chômage a enregistré le recul le plus marqué au Tessin, où il a passé de 5,2% en janvier à 4,1% en juillet. Il a baissé également en Suisse alémanique (juillet: 2,2%) et en Suisse romande (4%).

Les chômeurs en fin de droits, toujours plus nombreux, continuent d'amplifier la diminution du chômage. De janvier à mai, 16 900 chômeurs ont vu s'éteindre leurs droits aux prestations. De ce total, 5900 ne se sont plus fait inscrire comme chômeurs, bien qu'ils n'aient pas trouvé un nouvel emploi.

Hausse du chômage partiel

Au deuxième trimestre, le chômage partiel a légèrement augmenté. Il touchait 3000 personnes en juin, contre 2000 en mars (en données corrigées des variations saisonnières). Le nombre des heures perdues à la suite de réductions de l'horaire de travail s'est accru. Sa hausse a été particulièrement forte dans l'industrie des machines, qui est devenue la branche la plus atteinte par le phénomène, devant la construction.

5 Prix

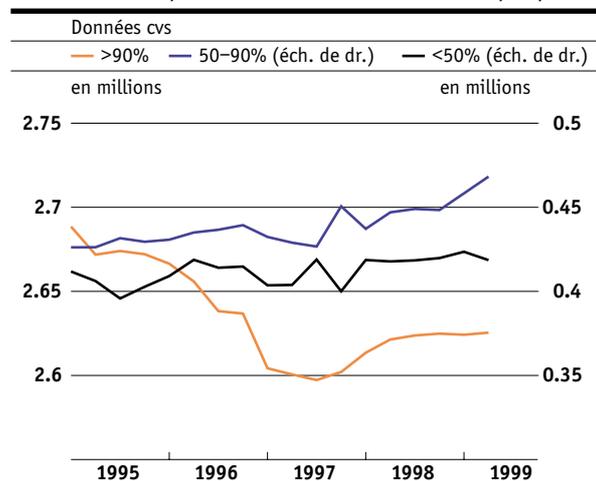
5.1 Prix à la consommation

Persistance d'un faible renchérissement

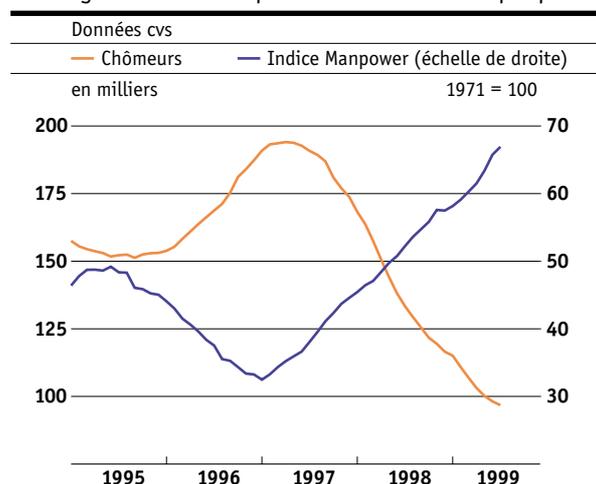
Au deuxième trimestre de 1999, les prix à la consommation dépassaient en moyenne de 0,6% leur niveau de la période correspondante de 1998 (0,3% au premier trimestre). De janvier à juin 1999, l'indice a augmenté de 0,7%. Selon les estimations de l'Office fédéral de la statistique, le relèvement de la TVA a compté pour environ 0,3 point dans cette progression.

Du côté des services, le renchérissement a continué à s'accroître, mais très faiblement. Il a passé de 0,8% au premier trimestre à 0,9% au deuxième. La hausse des prix a été plus marquée dans les services privés (1,1%) que dans les services publics (0,3%). L'influence des loyers a été perceptible. L'enquête de mai révèle que les loyers se sont accrus de 0,6% en comparaison annuelle (février: 0,3%). Le renchérissement a augmenté également dans la restauration et l'hébergement (2,2%), les transports ainsi que les

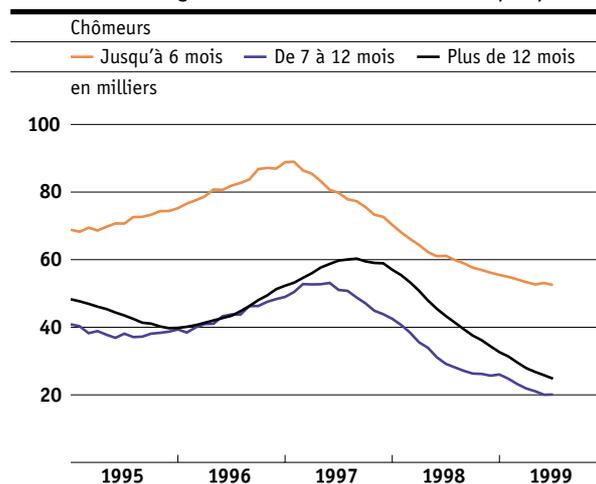
Personnes occupées Graphique 23



Chômage et offres d'emploi Graphique 24



Durée du chômage Graphique 25



Source pour graphiques 23 à 25:
OFS

services et réparations. En revanche, les prix des télécommunications ont fléchi de 7%; ce poste entre toujours dans les services publics, où sa part est proche de 14%. Abstraction faite des télécommunications, le renchérissement dans les services publics atteignait environ 1,4% en juin (1,3% en mars), soit davantage que le chiffre indiqué.

Pour la première fois depuis près d'un an, les prix des marchandises ont augmenté en comparaison annuelle. Ils dépassaient en effet de 0,2% le niveau observé un an auparavant. Dans les marchandises, le renchérissement est dû notamment à la hausse des prix des produits étrangers, qui composent une grande partie de cette catégorie. Depuis le deuxième trimestre, les prix des produits étrangers enregistrent des hausses en un an (+0,4% au deuxième trimestre), alors qu'ils avaient encore reculé de 0,6% au premier trimestre. Ce retournement de situation s'explique en partie par l'évolution des prix du pétrole qui, pour la première fois depuis le quatrième trimestre de 1997, n'ont plus diminué en comparaison annuelle. La baisse du cours réel du franc, pondéré par les exportations, a également contribué au renchérissement des biens étrangers. Le renchérissement des biens suisses s'est maintenu à 0,6% en moyenne.

Légère hausse du renchérissement en juillet et en août

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement s'est légèrement accéléré en juillet, passant à 0,7%. La hausse des prix des biens étrangers atteignait 0,9% – un rythme nettement supérieur à ce qui avait été observé les mois précédents –

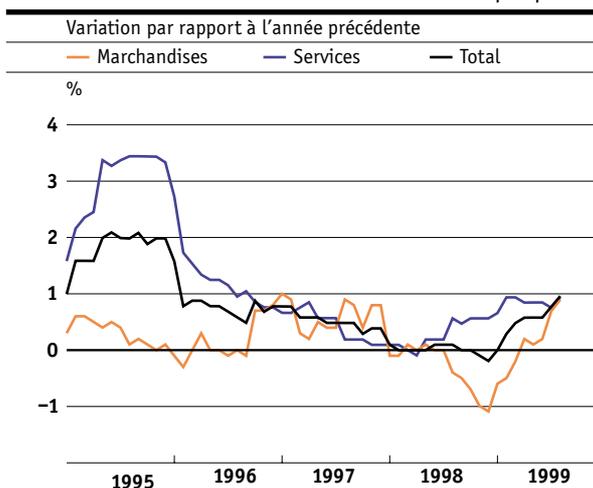
en raison surtout de l'évolution des prix du pétrole. Les biens suisses ont quant à eux renchéri de 0,7%, d'où un très faible renforcement du rythme de hausse. La nouvelle augmentation des prix des biens étrangers s'est répercutée sur les prix des marchandises, dont la progression (0,7%) a été sensiblement plus forte qu'au deuxième trimestre (0,2%). Dans les services, le renchérissement s'inscrivait à 0,8%, contre 0,9% le mois précédent.

En août, le taux annuel de renchérissement s'élevait à 0,9%. Par rapport aux chiffres de juillet, une nouvelle accélération a été observée tant pour les biens étrangers que pour les biens suisses, puisque les premiers ont augmenté de 1,2% et les seconds de 0,9%. Ces hausses ont découlé, pour les biens étrangers, de la progression des prix du pétrole et, pour les biens suisses, de l'augmentation des loyers. Selon l'enquête d'août, les loyers dépassaient de 1,2% le niveau observé un an auparavant (0,6% en mai).

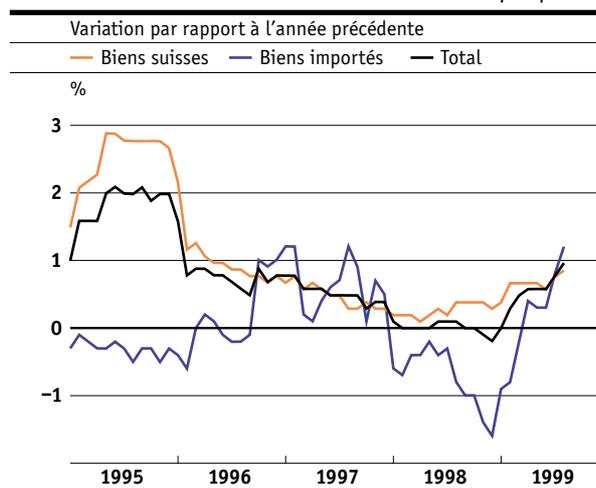
Ralentissement du repli des prix de l'offre totale

Le recul des prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) a poursuivi son ralentissement au deuxième trimestre. Il était de 2,3%, contre 2,9% au trimestre précédent. Ce ralentissement est dû avant tout à l'évolution des prix à l'importation. En l'espace d'une année, ces derniers ont fléchi de 3,9%, après une baisse de 5% au premier trimestre. L'indice des prix à la production, calculé sur la base des prix départ-usine des biens produits en Suisse, s'est replié de 1,6%, contre 1,9% au trimestre précédent. Les prix des biens destinés au marché suisse ont

Prix à la consommation Graphique 26



Prix à la consommation Graphique 27



Source pour graphiques 26 et 27:
OFS

diminué en moyenne de 1,8%, soit davantage que ceux des biens exportés.

Dans l'évolution des prix de l'offre globale, de sensibles écarts ont été observés entre les divers groupes de biens. En un an, les prix des matières premières ont chuté de 13,7%, soit à un rythme moins élevé que précédemment. Cette diminution du rythme s'explique avant tout par la hausse des prix du pétrole, mais la baisse des prix des articles de papier et des produits métallurgiques a elle aussi marqué un ralentissement. Les prix des produits semi-finis se sont repliés de 3%, soit nettement moins qu'au premier trimestre. Du côté des biens d'équipement, une baisse de 0,7% a été enregistrée. Par contre, les prix des biens de consommation ont, pour la première fois depuis fin 1997, légèrement progressé en comparaison annuelle (0,2%).

En juillet, le recul de l'indice des prix de l'offre globale s'est encore ralenti (-1,6%). Tant les prix à l'importation (-2,9%) que les prix à la production (-1,1%) ont fléchi moins fortement.

5.2 Perspectives en matière de renchérissement

Ralentissement de la baisse des prix à l'importation

La reprise économique en Asie de l'Est et la lente accélération de la croissance en Europe devraient stimuler l'industrie dans le proche avenir. Elles devraient accroître la demande de matières premières et de produits semi-finis et, partant, mettre

fin à moyen terme à la baisse des prix dans ce domaine. Bien qu'il ne faille pas compter prochainement sur une pleine utilisation des capacités industrielles sur le plan mondial et qu'une rapide hausse des prix paraisse donc peu probable, l'effet modérateur de l'étranger sur les prix devrait s'estomper au cours des mois à venir.

Capacités de production encore non utilisées en Suisse

En Suisse, les perspectives se sont sensiblement améliorées pour les entreprises au cours du premier semestre. Du côté de la production, l'apparition de pressions inflationnistes n'est guère probable durant ces prochains mois. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités est faible. En outre, les stocks étant toujours excessifs, il ne faut pas escompter une augmentation rapide de la production. Dans le secteur principal de la construction, on s'attend toutefois à une légère hausse des prix. Sur le marché de l'immobilier, la baisse des prix a continué à marquer un ralentissement; un revirement de tendance se dessine pour les maisons individuelles.

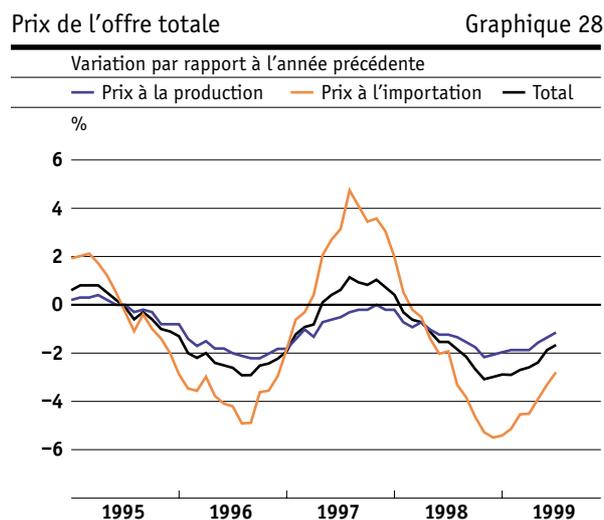
La Banque nationale table sur une croissance économique qui s'accroîtra au deuxième semestre pour atteindre près de 2%. Ce rythme correspondant approximativement à la croissance estimée du potentiel de production, un écart de production légèrement négatif subsiste. Une telle situation a tendance à freiner le renchérissement.

Renchérissement supérieur à la moyenne dans les services

Au cours des prochains mois, la hausse des prix des services devrait être supérieure à la moyenne en raison de la demande robuste de consommation. La privatisation du secteur des télécommunications devrait continuer à exercer un effet modérateur sur les prix. Prises isolément, les mesures de dérégulation dans le secteur agricole n'ont qu'un faible effet sur le niveau des prix; considérées dans leur ensemble, elles contribuent toutefois elles aussi à contenir pour le moment le renchérissement.

Renchérissement en 1999

En moyenne du premier semestre de 1999, les prix à la consommation dépassaient de 0,5% le niveau observé un an auparavant. Leur hausse a été légèrement inférieure à ce que prévoyait l'institut d'émission. Pour l'ensemble de l'année, la Banque nationale s'attend à un renchérissement moyen compris entre 0,5% et 1%.



Source: OFS

Risques et coûts dans les systèmes de paiement et de règlement

Stéphane Fumeaux et Daniel Heller
Service des systèmes de paiement, Banque nationale suisse

Les banques centrales mettent en œuvre leur politique monétaire en agissant sur les liquidités du système financier. C'est pourquoi elles ont tout intérêt à ce que les établissements financiers soient sains et à ce que le trafic des paiements se déroule sans incident. Dans maints pays, le législateur confère à la banque centrale la surveillance des établissements financiers et des systèmes de paiement et de règlement. Dans d'autres pays – Suisse, Angleterre ou encore Allemagne – deux institutions différentes remplissent ces tâches. En Suisse, la surveillance des établissements financiers incombe à la Commission fédérale des banques (CFB), tandis que celle des systèmes de paiement et de règlement est attribuée à la Banque nationale suisse (BNS). Dans les deux cas, l'objectif de la surveillance consiste à promouvoir la stabilité du système financier.

En ce qui concerne les systèmes de paiement et de règlement, les banques centrales s'engagent à trois niveaux (Spindler et Summers, 1994). En premier lieu, elles exercent un rôle opérationnel, lequel varie d'ailleurs fortement d'un pays à l'autre; le spectre d'intervention s'étend de la mise à disposition de monnaie de banque centrale à la conduite en nom propre des systèmes de paiement pour de faibles et de gros montants. En deuxième lieu, les banques centrales édictent des règles sur l'architecture, le mécanisme et la gestion même des systèmes privés de façon à leur garantir une certaine sûreté. En troisième lieu, les banques centrales remplissent la fonction de prêteur en dernier ressort. Elles peuvent ainsi fournir temporairement des liquidités à des établissements qui n'en trouveraient pas sur le marché.

Afin de pouvoir contribuer à la stabilité du système financier, la banque centrale doit tenir compte de plusieurs éléments importants. Elle doit veiller à ce que les systèmes de paiement fonctionnent de la façon la moins coûteuse possible, mais avec un niveau acceptable de risque. En outre, elle doit s'assurer qu'aucun coût ne soit externalisé, c'est-à-dire transmis à des tiers non directement concernés; le risque systémique constitue un cas particulièrement préoccupant. Nous y reviendrons plus loin.

Eu égard à la formidable croissance des flux financiers domestiques et transfrontières, il n'est pas exagéré de prétendre que le risque systémique a augmenté ces dernières années. Sous l'égide de la Banque des règlements internationaux (BRI), les banques centrales des pays industrialisés l'ont analysé sous tous ses angles. De leurs travaux résulte un consensus sur la problématique et les mesures

adéquates à entreprendre (BIS, 1990, 1992, 1995, 1996, 1997).

Nous référant à ces travaux, nous présentons ici une vision d'ensemble des risques et coûts qui accompagnent les systèmes de paiement et de règlement. Dans la première partie, nous posons le cadre économique et examinons les relations entre les risques et les coûts individuels et collectifs d'un système de paiement. La deuxième partie montre comment de telles réflexions trouvent une application dans la pratique. Le Swiss Interbank Clearing (SIC), le système de règlement des opérations sur titres SECOM (SEGA COMMUNICATIONS SYSTEM) et le projet de système de règlement des transactions sur devises, la banque CLS (Continuous Linked Settlement), sont décrits tour à tour. La troisième partie propose quelques conclusions.

1 Risques, coûts et régulation optimale

En matière de règlement des paiements, les risques découlent essentiellement de l'écart entre le moment de la conclusion d'une transaction et celui de son règlement final. Les travaux de la BRI (BIS, 1992, 1997) identifient trois sortes de risque: le risque de crédit, le risque de liquidité et le risque systémique.¹

Par risque de crédit, il faut entendre le risque que le destinataire ne reçoive pas la totalité du montant qui lui revient selon les termes de la transaction. Le risque de crédit découle principalement de la défaillance du débiteur. Outre la perte du montant (risque de règlement ou risque en principal), le risque de crédit inclut aussi les gains non réalisés du fait du non-paiement de la dette (risque de coût de remplacement).

Le risque de liquidité se réfère au fait qu'un débiteur remplit ses obligations contractuelles non pas dans les délais convenus, mais ultérieurement, ce qui peut affecter la position actuelle du créancier. Celui-ci peut en effet être contraint de s'engager à court terme dans des transactions qui impliquent des coûts supplémentaires.

1 Les risques légaux et opérationnels peuvent être considérés comme sous-groupes des risques mentionnés ici.

Les risques de crédit et de liquidité peuvent déboucher sur une crise systémique. Aussi le risque systémique est-il souvent défini comme le risque qu'un problème de solvabilité ou de liquidité d'un ou de plusieurs établissements financiers provoque de substantiels problèmes de solvabilité et de liquidité ailleurs dans le système financier (cf. Berger, Hancock et Marquardt, 1996). En d'autres termes, il s'agit d'un danger de contagion ou d'un effet de domino.

Un système de paiement peut jouer deux rôles dans une crise systémique. D'abord, il est lui-même un facteur déclencheur de crise lorsque, par exemple, des problèmes opérationnels entraînent une perte de confiance généralisée dans le système financier. Ensuite, il est un canal important par lequel les difficultés d'un établissement financier peuvent se répercuter sur les autres.

Dans les pays industrialisés, il est reconnu que seuls les systèmes qui traitent de gros montants (*Large Value Payment Systems*) présentent un risque systémique. Les systèmes portant sur de faibles montants (*Small Value Payment Systems* ou *Retail Payment Systems*) – clearing des chèques, systèmes de distribution automatique des billets (bancomat) ou encore systèmes d'échange de supports de données – sont à cet égard sans danger.² Aussi ces systèmes sont-ils moins réglementés et, partant, laissés davantage aux bons soins du marché.

En règle générale, les autorités de surveillance des systèmes de paiement et de règlement fondent leur rôle sur la prévention des crises systémiques. Les risques de crédit et de liquidité en tant que tels ne justifient pas une intervention de leur part. En d'autres termes, il ne suffit pas qu'un établissement financier puisse pâtir du comportement d'un autre. Il faut en effet démontrer que les établissements concernés ne sont pas en mesure de répartir les coûts de manière économiquement efficace (Coase, 1960). C'est le cas en général lorsque les coûts de négociation sont élevés et les informations asymétriques. Ces deux conditions sont considérées comme remplies dans une large mesure, dans le cas du risque systémique lié aux systèmes de paiement.

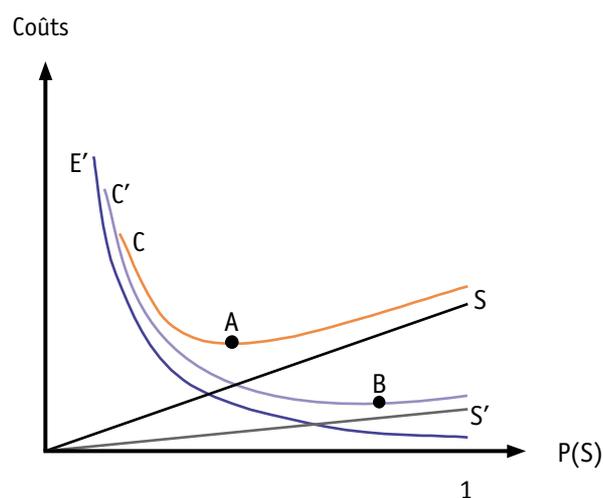
Hormis les risques, des considérations de coût jouent un rôle dans les systèmes de paiement. Deux sortes de coûts sont à distinguer. Des coûts directs et facilement mesurables découlent de l'envoi, de la réception et de l'exécution des paiements (*direct resource costs*); ils apparaissent chez l'exploitant du système, mais aussi chez l'émetteur et le destinataire des paiements. Ces coûts résultent du fonctionne-

ment du système et, dans les établissements financiers, de la gestion des liquidités et du contrôle des risques.

Les effets d'un système de paiement sur la structure du bilan et sur les coûts y afférents sont plus difficiles à quantifier. En effet, si les participants au système doivent satisfaire à des exigences élevées en matière de détention de liquidités, ils présentent une structure de portefeuille qui diffère de celle qu'ils auraient autrement. Les différences par rapport à une structure souhaitée peuvent être coûteuses. La détention de liquidités implique en effet un coût sous la forme d'un manque à gagner (moins de rentrée d'intérêts, coût d'opportunité)³ et les fonds propres constituent une forme de financement relativement onéreuse.⁴

Entre les coûts et les risques d'un système de paiement, il existe un arbitrage (*trade off*). Coûts et risques sont en partie échangeables. Un système de paiement pourrait par exemple être très sûr parce qu'il contraindrait les participants à détenir beaucoup de liquidités et de fonds propres ainsi qu'à mettre en place un dispositif efficace pour la gestion des risques. Un tel système serait toutefois très coûteux et apporterait non seulement des avantages, mais aussi des inconvénients.

Coûts et risque systémique Graphique



2 Dans les pays où les transferts électroniques sont peu répandus, les chambres de compensation des chèques peuvent toutefois revêtir une importance systémique.

3 Par ailleurs, il est à signaler que la banque centrale tire des intérêts des actifs qu'elle accepte en échange de monnaie de banque centrale. Elle peut ainsi distribuer des bénéfices. A l'instar d'un impôt, des distortions subsistent et, subséquem-

ment, des pertes en termes d'efficacité, les bénéficiaires et ceux qui sont imposés n'étant pas les mêmes.

4 Pour ce qui est du coût des diverses formes de financement, voir Myers (1984).

Le rapport entre les coûts et le risque systémique d'un système de paiement peut être illustré graphiquement. Sur les axes figurent les coûts et le risque systémique. Le risque systémique peut s'interpréter comme la probabilité d'éclatement d'une crise systémique $P(S)$, avec une probabilité maximale de 1. La droite S correspond aux coûts collectifs attendus d'une crise systémique. Dans l'hypothèse de coûts d'une crise systémique constants, leur valeur attendue croît linéairement avec la probabilité d'une crise. La droite S' représente, pour les participants au système, les coûts individuels attendus d'une crise systémique. S' est au-dessous de S , étant donné qu'une partie des coûts peut être transférée à l'ensemble de la société.

La courbe E' retrace deux aspects. Il s'agit des coûts qui existent dans un système de paiement indépendamment du risque, d'une part, et des mesures qui peuvent réduire le risque, d'autre part. La pente négative de E' exprime le fait que le risque ne peut être diminué qu'avec des coûts supplémentaires. Quant à la convexité, elle découle de l'hypothèse des rendements marginaux décroissants.

Les coûts collectifs C se composent, pour chaque probabilité d'une crise systémique $P(S)$, de la somme des coûts attendus d'une crise (S) et des coûts directs supportés par les participants au système (E'). Les coûts individuels d'un participant C' se composent de la somme de S' et de E' et sont inférieurs aux coûts collectifs C .

Si les participants au système peuvent en déterminer l'architecture librement, ils choisiront le point qui minimise leurs coûts individuels (point B). Le système présente cependant davantage de risques au point B que dans une situation d'optimum collectif (point A). C'est pourquoi la surveillance d'un système de paiement vise à ramener celui-ci au point A .

2 Risques et coûts dans la pratique

Ce chapitre illustre les mesures par lesquelles les banques centrales et leurs partenaires du secteur privé cherchent à atteindre une allocation efficace des coûts et des risques d'un point de vue macro-économique. L'examen se limite à trois systèmes, à savoir le système de paiement Swiss Interbank Clearing (SIC), le système de règlement des opérations sur titres SECOM et le futur système de règlement des transactions sur devises, la banque CLS.

2.1 Le Swiss Interbank Clearing (SIC)

En exploitation depuis l'été de 1987, le SIC est à disposition pour les paiements interbancaires sous forme scripturale. Une institution commune des banques suisses, Telekurs SIC AG, en gère la plateforme technique et assure pour l'essentiel le développement du système. La BNS dispose d'un siège au conseil d'administration de cette société. Toute modification importante ne peut être apportée à l'architecture du système sans l'aval de la BNS.⁵

Garantir la finalité intrajournalière des paiements est la principale contribution que la BNS puisse fournir afin de réduire les externalités et, partant, le risque systémique. Pour le destinataire d'un paiement, cela signifie que les fonds reçus sont irrévocables et qu'ils peuvent être aussitôt utilisés. La finalité intrajournalière passe par le respect de deux conditions. D'abord, les autorités monétaires doivent mettre à disposition de la monnaie de banque centrale en tant que moyen de règlement (*settlement medium*) sous forme d'avoirs à vue (*good funds*). La monnaie de banque centrale étant garantie par l'institut d'émission, ceux qui en détiennent ne courent aucun risque de crédit. Ensuite, l'architecture du système doit être telle que les ordres de paiement soient réglés en temps réel et individuellement.⁶ De tels systèmes sont appelés *Real Time Gross Settlement Systems* (RTGS ou systèmes à règlement brut en temps réel).⁷ Un avantage supplémentaire de la finalité intrajournalière réside dans le fait que les établissements financiers peuvent, sans aucun risque, transférer à leurs clients des montants reçus le jour même.

A l'opposé des systèmes RTGS, les systèmes à règlement net (*Designated-Time Net Settlement Systems*, systèmes DNS) ne garantissent la finalité des paiements qu'en fin de journée. Dans de tels systèmes, les ordres de paiement sont accumulés au cours du cycle de traitement et compensés multilatéralement de façon à déterminer la position nette de chaque participant. A la fin du cycle de traitement et de compensation – normalement en fin de journée – les positions nettes sont réglées. C'est à ce moment, et pas avant, que les paiements deviennent finaux. Aussi une caractéristique essentielle des systèmes à règlement net est-elle d'amener les participants à s'octroyer des crédits implicitement au cours du cycle de traitement (finalité provisoire des paiements). Si un participant ne peut pas régler sa position nette au moment voulu, alors tout le cycle de traitement et de compensation doit être refait

5 Pour une description détaillée du fonctionnement du SIC, voir Vital (1994, 1996, 1998) ou le site Internet de la BNS (<http://www.snb.ch>).

6 Outre des procédures en temps réel, des procédures par lots sont souvent utilisées dans les systèmes de paiement. Lors d'une procédure par lots, les paiements sont

enregistrés sur des supports de données sans que les participants puissent intervenir ou quérir une information en temps réel.

7 Si la finalité intrajournalière des paiements est commune à tous les systèmes RTGS, ceux-ci diffèrent *inter alia* dans le contrôle de couverture et dans l'organisation des flux d'informations (BIS, 1997).

(*unwinding*). Les positions nettes qui en résultent peuvent diverger sensiblement des précédentes et, par conséquent, provoquer des problèmes de liquidités ou même de solvabilité chez d'autres participants. Un *unwinding* est ainsi à même de déclencher une crise systémique. Ce problème s'accroît si un établissement financier crédite, avant le règlement final des positions nettes, les montants des ordres de paiement entrés dans le système en faveur de sa clientèle.

Comme les systèmes à règlement brut offrent des avantages en matière de risque systémique, la BNS s'est engagée pour une telle architecture lors du développement du SIC. Un inconvénient des systèmes à règlement brut découle cependant du fait qu'ils contraignent les participants à détenir un volume relativement important de liquidités. Les avoirs à vue en comptes de virements à la BNS n'étant pas rémunérés, les établissements financiers s'efforcent de les maintenir aussi près que possible du minimum légal. Aussi peut-il être tentant pour un établissement financier d'attendre l'arrivée de paiements, de sorte à ne devoir se procurer sur le marché monétaire qu'un minimum de liquidités pour ses propres paiements. Cet établissement réduit ainsi sa détention de liquidités à des fins de précaution et répercute le coût des liquidités sur les autres participants (Angelini, 1998). Si tous les établissements financiers adoptaient le même comportement, un tel avantage disparaîtrait et le volume total des liquidités nécessaires au fonctionnement du système serait plus important que dans le cas où les participants transmettraient tôt leurs paiements. Dans la plupart des systèmes de paiement, des schémas de transmission des paiements (*pay-in schedule*) tentent de résoudre ce problème. Il s'agit en fait de définir un pourcentage de paiements à transmettre dans le système jusqu'à une certaine heure de la journée.

Dans le SIC, la structure tarifaire appliquée aux transactions vise un objectif identique. Plus le paiement est transmis tard dans le système, plus il devient coûteux.

Ce tarif progressif incite les participants, d'une part, à transmettre leurs paiements tôt dans le système et, d'autre part, à effectuer des paiements de taille semblable au même moment. Dans la nuit et le matin, lorsque les coûts sont bas, les paiements portant sur de faibles montants sont transmis. Dans l'après-midi, lorsque les coûts sont élevés, les paiements de gros montants sont transmis. Comme la nuit et le matin aucun paiement portant sur un gros mon-

tant ne bloque le règlement, le fichier d'attente est peu rempli.⁸ Le risque de blocage du système est sensiblement plus faible si un schéma est prévu pour la transmission des paiements. La BNS laisse aux participants au système la responsabilité de déterminer la progressivité de la structure tarifaire. Elle se réserve cependant un droit de veto, si elle considère le tarif appliqué comme insuffisamment incitatif.

Outre le tarif, les dispositions légales en matière de liquidités bancaires favorisent la transmission des paiements tôt dans le système. Pour les respecter, chaque banque détient en début de journée un certain volume de liquidités qu'elle peut utiliser aussitôt pour ses paiements.

La BNS préfère recourir à des incitations plutôt qu'à des règles dirigistes. Cette préférence se vérifie également dans d'autres domaines. Ainsi, les banques décident librement de demander ou non l'ouverture d'une limite pour faire appel, au besoin, à des avances sur nantissement de la Banque nationale et, le cas échéant, en fixent elles-mêmes le niveau. Une banque qui a pleine confiance dans sa propre gestion des liquidités peut renoncer à l'assurance que lui procure une telle limite. Par là, elle réduit les coûts d'opportunité liés aux titres mis en gage.

En cas de besoin imprévu de liquidités, elle devra alors se tourner vers le marché ou accepter les coûts liés au non-respect des délais de paiement. Ces coûts sont constitués d'une pénalité, laquelle est plus élevée que le taux lombard, mais aussi d'un effritement de sa réputation (*reputational cost*).

Les situations de blocage (*gridlock*) fournissent un autre exemple de l'attitude de la BNS. Par blocage, il faut comprendre une situation dans laquelle, en raison de liquidités insuffisantes, aucun participant au système n'est en mesure de régler ses paiements. Aujourd'hui, la BNS a pour politique de laisser aux participants le soin de résoudre eux-mêmes tout blocage et ceux-ci savent qu'ils ne peuvent pas compter sur des injections de liquidités. Au début du SIC, la BNS menait une politique active en la matière et les banques comptaient avec l'aide de la BNS. Les blocages devenaient de plus en plus fréquents, si bien que les injections de liquidités supplémentaires menaçaient la conduite de la politique monétaire. Après l'adoption d'une politique passive, les banques ont modifié leur comportement et les blocages sont maintenant rares (Vital, 1996).

8 Cet aspect est important. Dans le SIC, les paiements ne sont réglés que si les comptes de virements sont suffisamment approvisionnés.

2.2 Le système de règlement des opérations sur titres SECOM

Un risque systémique peut se matérialiser également dans le règlement des opérations sur titres, un autre volet essentiel de l'infrastructure financière. Par des mesures et des incitations appropriées, il s'agit de parvenir, dans ce domaine aussi, à un rapport raisonnable entre les risques et les coûts. Dans le dénouement des opérations sur titres, le risque de règlement domine: l'acheteur des titres transfère le montant dû, sans que le vendeur lui livre les titres (ou inversement). Ce risque peut être éliminé grâce un échange simultané des titres et du montant correspondant. Un tel mécanisme est appelé livraison contre paiement ou *Delivery-Versus-Payment* (DVP). Il suppose que les titres soient chez un dépositaire central (*Central Securities Depository* ou CSD) et qu'un système de gestion dématérialisée (*book entry system*) existe. En outre, il est préférable que le règlement soit effectué directement en monnaie de banque centrale et non au travers d'un intermédiaire (risque de crédit).

La Société suisse pour le virement de titres (aujourd'hui SIS AG, hier SEGA) et la BNS ont introduit en 1995 un mécanisme de livraison contre paiement, le SECOM.⁹ Les titres sont transférés à leur nouveau propriétaire dans le dépôt de la SIS AG, à la condition que le vendeur reçoive, sur son compte SIC, le montant correspondant en monnaie de banque centrale. Comme du côté des titres chaque transaction est réglée individuellement et séquentiellement, les avantages d'un système RTGS en termes de réduction des risques se retrouvent ici aussi.¹⁰ La procédure de règlement appliquée dans le SECOM est considérée aujourd'hui comme la plus sûre et tend à devenir une norme.¹¹ L'élimination du risque de règlement grâce au mécanisme de livraison contre paiement permet en outre de diminuer l'inquiétude des participants en cas de retard dans le règlement et, le cas échéant, leur propension à retenir leurs propres instructions de transfert, ce qui réduit le risque d'une crise systémique.

9 Haeblerli (1997) et Heller (1998) décrivent en détail le règlement des opérations sur titres en Suisse.

10 Dans la terminologie de la BRI (1992), ce système est qualifié de «DVP Model 1».

11 Dans la plupart des pays, des mécanismes de livraison contre paiement sont aujourd'hui en place. Généralement, le côté monétaire est réglé sur une base nette, tandis que le côté titres est réglé sur une base brute. Il en résulte, comme dans tout système à règlement net, l'octroi implicite de crédits et l'absence de finalité intrajournalière. D'autres systèmes en revanche prévoient le règlement sur une base brute, non pas en temps réel, mais par lots.

Hormis le risque de règlement, il existe d'autres risques lors du déroulement des opérations sur titres. Ainsi, le laps de temps entre la conclusion d'une opération et son règlement final recèle un risque de coût de remplacement.¹² Les conventions internationales exigent qu'une opération sur titres soit réglée au plus tard trois jours (T+3) après sa conclusion.¹³ Le risque de coût de remplacement ne peut être réduit que si cet intervalle de temps est raccourci. C'est pourquoi il est prévu de passer prochainement à un règlement un jour après la conclusion de l'opération sur titres (T+1). D'un point de vue technique, le SECOM serait aujourd'hui déjà en mesure d'assurer le règlement le jour même de la conclusion de la transaction (T+0). Une telle solution diminuerait le risque lié à la défaillance d'une contrepartie après la conclusion d'une transaction. Cependant, le risque de liquidité ou de disponibilité augmenterait, étant donné que les banques ont besoin de temps pour mobiliser les fonds ou les titres nécessaires à l'opération. Le passage à un règlement des opérations sur titres en T+1 représente un bon compromis.

Même un mécanisme de livraison contre paiement ne peut garantir que les participants au système soient en tout temps en mesure de remplir leurs obligations contractuelles dans les délais. Un système ne peut offrir que des instruments qui permettent d'éviter un règlement différé. Dans le SIC, les instructions de paiement afférentes aux opérations sur titres sont ainsi traitées en priorité. Par là, les instructions de transfert ne restent pas dans le fichier d'attente du SIC et, par conséquent, ne créent pas de retard dans le SECOM (*spillover* ou effet de contamination d'un système par un autre). Afin de réduire les problèmes de disponibilité du côté des titres, SIS AG offre un programme de prêt de titres. Cette facilité contribue à réduire la propagation de difficultés d'un système à un autre. Enfin, les participants au SECOM, comme au SIC d'ailleurs, peuvent à n'importe quel moment consulter leur position, ce qui facilite leur planification, tant du côté des liquidités que de celui des titres.

12 Le risque de coût de remplacement se définit comme le risque que la défaillance d'une partie à une transaction entraîne une position non couverte ou ouverte pour sa contrepartie, ou que cette dernière ne puisse réaliser des gains potentiels sur sa position. Le risque qui en résulte correspond aux coûts de remplacement de la transaction initiale à des conditions de marché actuelles. (BIS, 1996).

13 Cf. Recommandation 7, Group of Thirty (1989).

2.3 Un nouveau système pour le règlement des opérations sur devises: la banque CLS

Les opérations sur devises constituent un troisième domaine qui revêt une grande importance du point de vue du risque systémique. Leur règlement entraîne en fait les mêmes risques que celui des opérations sur titres. Le risque de règlement est aujourd'hui encore au premier plan. Il résulte du fait que les deux côtés d'une transaction sont réglés indépendamment l'un de l'autre, c'est-à-dire dans deux systèmes de paiement distincts. Lors d'une opération dollars des Etats-Unis contre francs suisses, les dollars sont transférés via CHIPS (un système de paiement américain), tandis que les francs suisses passent par le SIC. Comme les deux instructions de paiement sont transmises indépendamment l'une de l'autre dans leur système respectif, chaque partie ignore si l'autre a rempli ses obligations. Il en découle ainsi un risque de règlement. L'exposition au risque, qui porte sur la valeur totale de l'opération, commence au moment où le vendeur ne peut plus annuler son instruction de paiement et dure jusqu'à la réception irrévocable des devises achetées.¹⁴

Comme les opérations sur devises impliquent souvent le recours à des correspondants, le risque de règlement dure en règle générale plus de 24 heures. Lors de l'achat de dollars américains contre des francs suisses, la position ouverte est de 32 heures en moyenne (BIS, 1998). Le fait que les parties engagées dans une transaction ont souvent, après le règlement, une créance sur un correspondant conduit à un autre risque. La qualité de cette créance dépend finalement de la qualité du correspondant qui tient les comptes.

Les risques liés aux opérations sur devises se sont matérialisés en particulier en 1974, lorsque la fermeture de la Banque Herstatt, un établissement allemand, a provoqué d'importantes pertes pour ses partenaires. Depuis, eu égard à la forte expansion des opérations sur devises, les banques centrales et la communauté bancaire ont pris des mesures afin d'en contrôler les risques.¹⁵ L'étape la plus importante consiste en la mise en place, probablement à fin 2000, de la banque CLS. Il s'agit d'un projet novateur, lancé par les plus grandes banques du monde. Les banques centrales des pays du Groupe des Dix rempliront une tâche de surveillance. En menaçant d'élargir les prescriptions en matière de fonds propres aux opérations sur devises, elles ont grandement contribué à accélérer le développement du projet.

L'idée fondamentale de la banque CLS est d'éliminer le risque de règlement grâce à un mécanisme de paiement contre paiement (*Payment-Versus-Payment* ou PVP).¹⁶ La banque CLS, en tant que correspondant, tiendra des comptes pour ses membres dans les diverses monnaies; elle sera en outre reliée simultanément aux systèmes de paiement nationaux.¹⁷

Grâce à l'accès aux systèmes de paiement nationaux, la banque CLS pourra vérifier que chacune des deux parties à une opération sur devises a bien transféré un montant suffisant en faveur du *settlement agent*, donc d'elle-même. Une fois le contrôle accompli, les deux monnaies seront transférées simultanément sur les comptes tenus par CLS. Le mécanisme de paiement contre paiement éliminera donc le risque de règlement. Le fait que l'actif de règlement ne sera pas de la monnaie de banque centrale implique un certain risque de crédit. Un important élément qui augmentera le niveau de sûreté tient au fait que la banque CLS règlera les opérations sur devises une à une. Comme dans le SIC et le SECOM, la finalité intrajournalière sera ainsi garantie.

Dès que la banque CLS assurera le règlement des opérations sur devises, le déroulement journalier du SIC sera modifié. Il est en effet prévu que CLS sera active durant les 5 heures au cours desquelles opèrent tous les systèmes de paiement concernés. En Suisse, cette plage horaire est comprise entre 7 et 12 heures. Durant ce laps de temps, d'importants flux de liquidités passeront du SIC à la banque CLS. Par rapport à aujourd'hui, les besoins en liquidités se feront sentir le matin et non plus l'après-midi. En outre, comme les paiements à la banque CLS seront soumis à une contrainte temporelle stricte, les besoins en liquidités augmenteront aussi. Afin d'éviter une hausse du risque de liquidité, il faudra que les banques renforcent leurs avoirs en comptes de virements.

Pour les banques, une détention plus importante d'avoirs en comptes de virements signifiera toutefois des coûts accrus. Il serait dès lors envisageable que les banques décident de renoncer au règlement de leurs opérations sur devises par l'intermédiaire de la banque CLS. Eu égard au risque systémique, cela ne serait pas souhaitable. C'est pourquoi la BNS a décidé d'offrir aux banques des crédits intrajournaliers dès le mois d'octobre 1999. Pour ce faire, elle utilisera l'infrastructure mise en place il y a peu pour les pensions de titres, les «repos». Aujourd'hui déjà, les pensions de titres à un jour et davantage entrent dans les opérations classiques que la BNS passe pour mettre en œuvre sa politique monétaire (Cottier, 1998).

14 Quelques sociétés fournissent aujourd'hui des plates-formes qui permettent de compenser bilatéralement les opérations sur devises avant leur règlement. Par là, l'exposition au risque – en termes de montant – peut être réduite. Ce service est pourtant assez coûteux et juridiquement plutôt lourd.

15 L'exposition au risque non couverte qui apparaît au cours du règlement des opérations sur devises excède souvent les fonds propres d'une banque (BIS, 1996).

16 Huschke (1998) présente une analyse détaillée de la banque CLS.

17 La banque CLS assurera le règlement des opérations en dollars américains et canadiens, en livres sterling, en euros, en francs suisses et, dès le printemps de 2001, en dollars australiens et en yens.

3 Conclusions

La réduction des risques dans les systèmes de paiement et de règlement restera pour les banques centrales une préoccupation majeure, d'autant plus que les conditions-cadres évoluent. Deux tendances se dessinent.

Premièrement, un mouvement de concentration imprégnera l'infrastructure des marchés monétaires, des titres, des devises et des produits dérivés, en particulier en Europe. Les infrastructures actuelles reposent dans de nombreux cas sur des monopoles locaux. Or, depuis le passage à l'euro, beaucoup de ces monopoles n'ont plus de raison d'être. Fusions et acquisitions de fournisseurs de services (bourses, dépositaires centraux et systèmes de paiement) vont dès lors modifier sensiblement l'organisation et le fonctionnement de l'infrastructure des marchés au cours des prochaines années. Outre l'introduction de l'euro, la mise en place de la banque CLS influera profondément sur les flux de paiement globaux. Les systèmes de paiement spécialisés jusqu'ici dans les opérations sur devises perdront une grande partie de leur volume d'affaires. En raison d'économies d'échelle, la pression concurrentielle augmentera. Comme les utilisateurs exerceront de plus en plus de pressions sur les fournisseurs de services afin de réduire les coûts de transaction et autres commissions, le mouvement de concentration se renforcera. Cependant, du point de vue des banques centrales, la pression sur les coûts ne doit pas porter préjudice à la sûreté des systèmes.

Une seconde tendance a trait au trafic des paiements transfrontières, qui devrait poursuivre son expansion. En corollaire, le besoin de nouvelles solutions, à la fois efficaces et sûres, se fera sentir avec plus d'acuité. Les progrès technologiques devraient abaisser les coûts de transaction des opérations transfrontières, lesquels restent aujourd'hui encore élevés, et permettre aussi la mise en place de nouvelles solutions. A cet égard, des procédures en temps réel pourront être proposées à de moindres coûts et l'accès à distance aux systèmes (*remote access*) – à des coûts toujours moins élevés – favorisera la présence des établissements financiers sur tous les grands marchés.

Ces tendances placent les banques centrales, en tant qu'autorités de surveillance des systèmes de paiement et de règlement, face à d'importants défis. En particulier, la coopération internationale entre les banques centrales devra s'intensifier, tant dans le développement de nouveaux standards de sûreté que dans l'établissement de règles et instruments pour la surveillance des systèmes transfrontières. Dans ces domaines, la Banque des règlements internationaux (BRI), en tant que forum des banques centrales, a montré son efficacité au cours des dix dernières années.

Bibliographie

- Angelini, P. 1998. An Analysis of Competitive Externalities in Gross Settlement Systems. *Journal of Banking and Finance* 22: 1–18.
- Berger, A., D. Hancock und J. Marquardt. 1996. A Framework for Analyzing Efficiency, Risks, Costs, and Innovations in the Payment Systems. *Journal of Money, Credit, and Banking* 28: 696–732.
- Bank for International Settlement. 1990. Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries. Basel.
- Bank for International Settlement. 1992. Delivery Versus Payment in Securities Transactions. Basel.
- Bank for International Settlement. 1995. Cross-Border Securities Settlement. Basel.
- Bank for International Settlement. 1996. Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions. Basel.
- Bank for International Settlement. 1997. Report on Real Time Gross Settlement Systems. Basel.
- Bank for International Settlement. 1998. Reducing Foreign Exchange Settlement Risk: A Progress Report. Basel.
- Coase, R.H. 1960. The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics* 3: 1–44.
- Cottier, P. 1998. Le repo, un nouvel instrument de politique monétaire. *Banque nationale suisse, Bulletin trimestriel* 16(3): 34–45.
- Group of Thirty. 1989. Clearance and Settlement in the World's Securities Markets. New York.
- Haeberli, H. 1997. Lieferung gegen Zahlung in einem RTGS System – das Schweizer Model. *Kreditwesen* 19: 936–939.
- Heller, D. 1998. Currency and Settlement Systems: The Swiss SWX-SECOM-SIC Link. Dans H. Geiger und K. Spremann (Hrsg.): *Banktopologie*, 103–110. Bern: Haupt.
- Huschke, H. 1998. Vom nationalen Zahlungsverkehr zum globalen Settlement. Dans H. Geiger und K. Spremann (Hrsg.), *Banktopologie*, 179–190. Bern: Haupt.
- Myers, S. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance* 39 (3): 575–592.
- Spindler, A.J. und B.J. Summers. 1994. The Central Bank and the Payment System. Dans B.J. Summers (Hrsg.): *The Payment System*, 164–177. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Vital, C. 1994. A Central Bank Appraisal of the Swiss Interbank Clearing System. *Payment Systems Worldwide* 5(1): 4–9.
- Vital, C. 1996. The Architecture of Real Time Gross Settlement Systems. Dans Hong Kong Monetary Authority (Hrsg.): *Global Payment Systems*, 23–32. Hongkong.
- Vital, C. 1998. Swiss Interbank Clearing (SIC): Erfahrungen und Einschätzungen. Dans H. Geiger und K. Spremann (Hrsg.): *Banktopologie*, 79–94. Bern: Haupt.

Relèvement du plafond fixé dans l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales

L'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales permet à la Suisse de s'associer à des mesures internationales de soutien destinées à prévenir ou à éliminer de graves perturbations dans les relations monétaires internationales. Les crédits sont généralement financés par la Banque nationale. La Confédération garantit à celle-ci le remboursement des crédits, avec intérêts. Jusqu'ici, une limite de 1 milliard de francs était à disposition à cet effet. A fin 1998, les crédits et garanties octroyés par la Suisse atteignaient près de 930 millions de francs, soit la quasi-totalité de la limite. Aussi le Conseil fédéral a-t-il proposé au Parlement de doubler cette limite, restée inchangée depuis 1984. Il a estimé qu'un tel relèvement était justifié étant donné la forte expansion, depuis le milieu des années quatre-vingt, des flux internationaux de capitaux et de biens, la mondialisation toujours plus forte du système financier et la sensibilité plus grande aux crises qui en résulte. Les Chambres fédérales ont approuvé la proposition du Conseil fédéral et, à la session de juin 1999, ont porté de 1 milliard à 2 milliards de francs la limite à disposition pour des crédits et garanties.

Editeur

Banque nationale suisse
Division économique
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition

typolitho ag, Zurich

Impression

Druck-Zentrum Tages-Anzeiger, Zurich

Copyright

Reproduction autorisée avec indication de la source
Copie souhaitée

Abonnements

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

Prix

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

Internet

<http://www.snb.ch>

