

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

# Bulletin trimestriel



# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Septembre 3/1998 16<sup>e</sup> année



## Table des matières

4	Sommaire
5	Übersicht
6	Sommario
7	Abstracts
8	<b>Conclusions de politique monétaire</b>
10	<b>Situation économique et monétaire</b>
11	1 Environnement international
11	1.1 Conjoncture
13	1.2 Evolution monétaire
13	1.3 Créances des banques suisses sur l'Asie de l'Est
13	1.4 Perspectives conjoncturelles
15	2 Evolution monétaire
15	2.1 Agrégats monétaires
17	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
32	5 Prix
32	5.1 Prix à la consommation
32	5.2 Prix de l'offre totale
33	5.3 Perspectives en matière de renchérissement
34	<b>Le repo, un nouvel instrument de politique monétaire</b> Philippe Cottier
46	<b>Chronique monétaire</b>

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

Pour l'économie suisse, les perspectives conjoncturelles demeurent favorables dans l'ensemble. Les risques se sont toutefois accrus en raison de la crise, persistante et profonde, en Asie orientale, de la précarité de la situation économique et politique en Russie ainsi que des turbulences sur les marchés financiers internationaux. La Banque nationale table, pour la seconde moitié de l'année, sur une légère croissance économique et, pour l'ensemble de 1998, sur une progression du produit intérieur brut d'environ 2%. La reprise de la conjoncture étant modérée, l'économie suisse ne se heurtera pas, dans un proche avenir, aux limites de ses capacités de production, ce qui aurait pu entraîner des hausses de prix. De même, l'évolution des salaires ne devrait pas constituer un facteur de renchérissement, étant donné le chômage qui subsiste encore et les augmentations sensibles de la productivité. L'analyse de l'évolution des agrégats monétaires aboutit à la même conclusion. Dans ce contexte et compte tenu des perspectives, la Banque nationale estime que sa politique monétaire reste appropriée. Celle-ci soutient la reprise économique, sans toutefois mettre en danger la stabilité des prix. Les récentes turbulences ont une nouvelle fois accru le risque d'une revalorisation du franc. La Banque nationale suivra donc attentivement, à l'avenir également, l'évolution du cours du franc et prendra, si besoin est, les mesures qui s'imposent.

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

En Suisse, le deuxième trimestre a été marqué par une nette expansion de la monnaie centrale désaisonnalisée et une progression, toujours faible, de la masse monétaire  $M_3$ . Bien que l'approvisionnement du marché monétaire en liquidités soit resté ample, les taux d'intérêt ont augmenté jusqu'à la mi-juillet. Pendant cette même période, le franc s'est déprécié face aux principales monnaies. Dès la mi-juillet, il s'est raffermi dans le sillage des turbulences sur les marchés financiers, et les taux d'intérêt ont de nouveau baissé.

La reprise de la conjoncture s'est poursuivie au deuxième trimestre. Comme au premier trimestre, la croissance de l'économie suisse n'a toutefois pas atteint le rythme de 1997. Le produit intérieur brut réel dépassait de 2,2% son niveau de la période correspondante de 1997. Ce nouveau ralentissement d'un trimestre à l'autre est imputable pour l'essentiel

aux exportations qui, globalement, ont perdu de leur dynamisme. La demande en provenance des Etats-Unis et d'Europe est demeurée vigoureuse, mais les exportations vers les pays asiatiques ont considérablement fléchi. Les principales impulsions ont découlé de la consommation privée et des investissements en biens d'équipement, qui ont ainsi pris le relais des exportations. Aucune stimulation n'est venue des investissements en constructions, lesquels avaient légèrement progressé aux trimestres précédents. Sur le marché du travail, la situation a continué à s'améliorer. Tant l'emploi que le nombre des places vacantes ont augmenté, et le taux de chômage a nettement reculé. Entre avril et août, les prix à la consommation sont restés stables.

## **Le repo, un nouvel instrument de politique monétaire (p. 34)**

En avril 1998 s'est ouvert en Suisse un marché pour repos (repurchase agreements). Depuis, la Banque nationale utilise le repo dans ses opérations de politique monétaire. L'article explique les motifs de la BNS, le mode de conclusion de ses repos, les titres qu'elle accepte et l'évolution du volume de ces transactions. Il décrit ensuite le projet de négoce électronique et les services de la SEGA (dépositaire et centrale de clearing des titres des banques suisses) qui comprennent la sélection automatique des titres, le règlement simultané et la gestion des risques. Finalement, il présente les bases contractuelles et les adaptations dans la législation suisse qui ont été nécessaires pour l'introduction du repo.

# Übersicht

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

Die konjunkturellen Aussichten für die schweizerische Wirtschaft sind insgesamt nach wie vor günstig. Die Risiken haben aber infolge der anhaltenden, tiefen Krise in Ostasien, der unsicheren wirtschaftlichen und politischen Lage in Russland und den Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten zugenommen. Die Nationalbank rechnet für die zweite Jahreshälfte mit einem moderaten Wirtschaftswachstum und für das ganze Jahr mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandprodukts von rund 2%. Aufgrund dieser mässigen konjunkturellen Erholung stösst die Wirtschaft in absehbarer Zeit kaum an preissteigernde Kapazitätsgrenzen. Auch von der Lohnentwicklung dürften angesichts der immer noch bestehenden Arbeitslosigkeit sowie der beachtlichen Produktivitätssteigerungen keine Teuerungsimpulse ausgehen. Zum gleichen Ergebnis führt die Analyse der Geldmengenentwicklung. Vor diesem Hintergrund und im Blick auf die weiteren Aussichten erachtet die Nationalbank den gegenwärtigen geldpolitischen Kurs als angemessen. Er stützt die konjunkturelle Erholung, ohne die Preisstabilität zu gefährden. Die jüngsten Turbulenzen haben vermehrt wieder das Risiko einer Frankenaufwertung vor Augen geführt. Die Nationalbank wird auch künftig die Wechselkursentwicklung aufmerksam verfolgen und, nötigenfalls, Gegenmassnahmen ergreifen.

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

Die monetäre Entwicklung in der Schweiz war im zweiten Quartal durch ein deutliches Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge und eine unverändert schwache Zunahme der Geldmenge  $M_3$  geprägt. Obschon die Nationalbank den Geldmarkt grosszügig mit Liquidität versorgte, zogen die Zinssätze bis Mitte Juli an. Gleichzeitig verlor der Franken gegenüber den wichtigen Währungen an Wert. Ab Mitte Juli erstarkte der Franken im Zuge der Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten, während sich die Zinsen wieder zurückbildeten.

Die konjunkturelle Erholung setzte sich im zweiten Quartal fort. Wie bereits im ersten Quartal wuchs die Wirtschaft aber in einem langsameren Rhythmus als im Jahre 1997. Das reale Bruttoinlandprodukt lag damit um 2,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die weitere Wachstumsabflachung gegenüber der Vorperiode ist vor allem auf die insgesamt nachlassende Dynamik im Exportsektor zurückzuführen. Während die Nachfrage aus den USA und Europa kräf-

tig blieb, bildeten sich die Ausfuhren in die asiatischen Länder stark zurück. Der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen lösten damit die Exporte als wichtigste Konjunkturstütze ab. Von den Bauinvestitionen gingen keine Impulse aus, nachdem sie in den vorangegangenen Quartalen leicht angezogen hatten. Auf dem Arbeitsmarkt verbesserte sich die Lage weiter. Die Beschäftigung und die Zahl der offenen Stellen nahmen zu, und die Arbeitslosenquote sank deutlich. Die Konsumentenpreise blieben von April bis August weiterhin stabil.

## **Das Repo – ein neues geldpolitisches Instrument (S. 34)**

Im April 1998 wurde ein Markt für Repos (repurchase agreements) in der Schweiz eröffnet. Die Schweizerische Nationalbank begann sogleich, das Repo als geldpolitisches Instrument zu nutzen. In diesem Aufsatz wird die Motivation der SNB erläutert und gezeigt, wie Repo-Geschäfte mit der SNB abgeschlossen werden, welche Titel sie akzeptiert und wie der Bestand ihrer Repos sich entwickelt hat. Anschliessend wird der elektronische Repo-Handel vorgestellt und die Dienstleistungen der SEGA (Depotstelle und Wertschriftenclearing-Organisation der Schweizer Banken) beschrieben, welche die automatische Titelauswahl, die Abwicklung und das Risikomanagement während der Laufzeit des Repo umfassen. Ausserdem werden die vertraglichen Grundlagen und die Anpassungen in der schweizerischen Gesetzgebung dargestellt, welche zum Aufbau eines Schweizer Repo-Marktes nötig waren.

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

Le prospettive congiunturali rimangono complessivamente favorevoli per l'economia svizzera. I rischi sono tuttavia aumentati, in seguito al perdurare della crisi asiatica, all'incerta situazione politica ed economica in Russia ed alle turbolenze sui mercati finanziari internazionali. Per la seconda metà dell'anno, la Banca Nazionale si attende una crescita economica moderata e prevede, per il 1998, una progressione del prodotto interno lordo reale superiore al 2%. La lenta ripresa congiunturale permette di escludere, entro breve termine, il superamento da parte dell'economia del suo potenziale di crescita non inflazionistico. Tenendo conto dell'attuale situazione sul mercato del lavoro e degli aumenti di produttività rilevati, neppure l'evoluzione salariale dovrebbe dar luogo a pressioni inflazionistiche. L'analisi della crescita della massa monetaria conduce ad una conclusione analoga. In questo contesto, la Banca Nazionale considera appropriato il corso attuale della politica monetaria, che sostiene la ripresa congiunturale senza mettere in pericolo la stabilità dei prezzi. Le recenti turbolenze hanno accentuato il rischio di un rafforzamento del franco. In futuro, la Banca Nazionale seguirà con molta attenzione l'andamento dei cambi e, se necessario, interverrà con misure adeguate.

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

Durante il secondo trimestre, l'evoluzione monetaria in Svizzera è stata caratterizzata da una netta crescita della base monetaria destagionalizzata e da un aumento sempre debole della massa monetaria  $M_3$ . Benché la Banca nazionale abbia provveduto ad approvvigionare il mercato monetario di liquidità, i tassi d'interesse hanno continuato ad aumentare fino alla metà di luglio. Nel contempo, il franco ha subito un deprezzamento nel confronto delle principali valute estere. A partire da metà luglio, il franco ha riacquisito vigore in seguito alle turbolenze dei mercati finanziari internazionali, mentre i tassi d'interesse si sono nuovamente ridotti.

La ripresa congiunturale è proseguita durante il secondo trimestre. Tuttavia, rispetto allo stesso trimestre del 1997, la crescita economica è stata più lenta, come già accaduto al trimestre precedente. Al secondo trimestre, il prodotto interno lordo reale ha superato il livello dell'anno precedente del 2,2%. L'ulteriore rallentamento della crescita rispetto al periodo precedente si deve soprattutto alla perdita di

slancio nel settore delle esportazioni. Mentre la domanda degli Stati Uniti e dell'Europa è rimasta forte, le esportazioni verso i Paesi asiatici si sono considerevolmente ridotte. Il consumo privato e gli investimenti in beni strumentali sono perciò subentrati alle esportazioni come pilastro principale della congiuntura. Gli investimenti nell'edilizia, leggermente cresciuti nel corso dei trimestri precedenti, non hanno fornito impulsi. La situazione sul mercato del lavoro ha continuato a migliorare. L'occupazione e il numero dei posti liberi sono ancora cresciuti, il tasso di disoccupazione è nettamente diminuito. I prezzi al consumo sono rimasti stabili anche tra aprile e agosto.

### **Il repo – nuovo strumento della politica monetaria (p. 34)**

Nell'aprile del 1998 è stato istituito in Svizzera un mercato per i repo (repurchase agreements). La Banca nazionale ha subito cominciato a servirsene quale strumento di politica monetaria. In questo articolo si indicano i motivi di questa scelta e si spiega come concludere operazioni con la BNS, quali titoli quest'ultima accetta e come si è sviluppato il suo portafoglio di repo. Si presentano quindi il commercio elettronico di questi titoli e i servizi della SEGA (società di deposito e organizzazione di clearing dei titoli delle banche svizzere), tra cui la scelta automatica dei repo, il regolamento e la gestione dei rischi per la durata dell'operazione. Si descrivono inoltre i fondamenti contrattuali e gli adeguamenti della legislazione svizzera che sono stati necessari per la creazione di questo nuovo mercato.

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

The cyclical outlook for the Swiss economy is still favourable. However, the risks have increased as a result of the ongoing deep crisis in East Asia, the uncertain economic and political situation in Russia and the turbulence in the international financial markets. The SNB expects moderate economic growth in the second half of the year, resulting in a rise of real GDP over the year as a whole of about 2%. Given the only moderate pace of the recovery, the economy will not run into inflationary capacity constraints in the foreseeable future. The still remaining level of unemployment and considerable productivity growth will prevent inflationary wage pressure. Analysis of the monetary aggregates leads to the same conclusion. Taking these circumstances as well as future prospects into account the SNB regards the current course of its monetary policy as appropriate, supporting the economic recovery without endangering price stability. The turmoil in the international financial markets has again led to fears about an appreciation of the Swiss franc. The SNB will continue to closely observe the development of exchange rates and if necessary it will take countermeasures.

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

Monetary developments in Switzerland in the second quarter were characterised by a significant expansion of the seasonally-adjusted monetary base, with a continued slow rise in the money stock  $M_3$ . Even though the Swiss National Bank supplied the money market generously with liquidity, interest rates moved up until mid-July. At the same time, the Swiss franc depreciated against the major currencies. From mid-July onwards, the Swiss franc strengthened amid turbulence in the international financial markets, while interest rates declined once more.

The economic recovery continued in the second quarter. As already in the first quarter, however, the economy grew at a slower pace than in 1997. Real gross domestic product accordingly exceeded the corresponding previous year's level by 2.2%. The further levelling off of growth compared with the previous period is due mainly to the general loss of dynamism in the export sector. While demand from the United States and Europe remained strong, exports to the Asian countries diminished markedly. Private consumption and equipment investment thus replaced exports as the chief pillar of the economy. No stimuli emanated from building investments, following a

slight increase in the preceding quarters. The situation on the labour market continued to improve. Employment levels and the number of vacancies rose, and the unemployment rate fell perceptibly. Consumer prices again remained stable from April to August.

### **The repo – a new monetary policy instrument (p. 34)**

In April 1998, a market for repos (repurchase agreements) was established in Switzerland. The Swiss National Bank immediately began using repos as a monetary policy instrument. This article explains the SNB's motivation and shows how to enter into a repo agreement with the SNB, what securities it accepts as collateral and how its holdings of repos has developed. Then follows a description of electronic repo trading and of the services offered by SEGA (Swiss Securities Clearing Corporation – depository and securities clearing organisation of the Swiss banks), which include the automatic selection of securities, processing and risk management during the term of the repo. Furthermore, the contractual principles and the amendments to Swiss legislation, which were necessary for establishing a Swiss repo market, are described.

# Conclusions de politique monétaire

Après une vive accélération dans la seconde moitié de 1997, la croissance de l'économie suisse s'est ralentie au premier semestre de 1998. Ce tassement est imputable avant tout aux exportations qui, du fait de la crise en Asie orientale, n'ont plus que faiblement progressé. En revanche, la demande intérieure a continué à évoluer favorablement; son rythme de croissance n'a toutefois plus augmenté. Les principales impulsions sont venues de la consommation privée et des investissements en biens d'équipement. La construction n'a pas soutenu la conjoncture, mais ne freine plus la croissance.

Au deuxième trimestre, l'emploi a poursuivi sa progression, et le nombre des chômeurs a enregistré une diminution qui a surpris par son ampleur. Cet important repli s'explique cependant en partie par les programmes d'occupation mis en place dans les cantons. Globalement, le nombre croissant des places vacantes et l'optimisme des entrepreneurs quant aux perspectives en matière d'emploi confirment la hausse de la demande de main-d'œuvre.

Entre avril et août, les prix à la consommation sont restés stables. Le léger renchérissement observé du côté des marchandises suisses a été compensé par la baisse des prix des marchandises étrangères. Les prix ont continué leur mouvement de recul dans le secteur des communications, mais ont augmenté quelque peu dans les autres services, à la suite de la reprise de la demande.

Comme elle l'avait annoncé, la Banque nationale a maintenu inchangée sa politique monétaire. Elle a continué à approvisionner généreusement l'économie en liquidités. Entre avril et août, la monnaie centrale désaisonnalisée s'est nettement accrue. Au deuxième trimestre, l'agrégat a ainsi atteint un niveau supérieur à celui que la Banque nationale avait prévu, et son écart par rapport au sentier de croissance à moyen terme s'est creusé. Cette évolution contraste toutefois avec la progression toujours très modérée de la masse monétaire  $M_3$ . La faible augmentation des crédits à des débiteurs suisses explique sans doute en grande partie la lente croissance de  $M_3$ .

En dépit de l'approvisionnement plus ample en liquidités, les taux d'intérêt ont marqué une légère hausse. Néanmoins, les conditions monétaires ont été un peu plus favorables qu'au premier trimestre et approximativement comparables à celles qui régnaient en 1997, la hausse des taux d'intérêt ayant été plus que compensée par l'affaiblissement du franc face aux principales monnaies. A partir de la mi-juillet, les taux d'intérêt sont repartis à la baisse, tandis que le

franc s'est nettement raffermi vis-à-vis de la plupart des monnaies. Sur le plan monétaire, les conditions-cadres sont donc restées inchangées.

Pour l'économie suisse, les perspectives conjoncturelles demeurent favorables dans l'ensemble. Les risques se sont toutefois accrus en raison de la crise, persistante et profonde, en Asie orientale, de la précarité de la situation économique et politique en Russie ainsi que des turbulences sur les marchés financiers internationaux. Dans cet environnement international difficile, il faut s'attendre, en Suisse, à un nouveau ralentissement des exportations. La demande intérieure devrait quant à elle rester robuste et, partant, soutenir la conjoncture. La Banque nationale table, pour la seconde moitié de l'année, sur une légère croissance économique et, pour l'ensemble de 1998, sur une progression du produit intérieur brut d'environ 2%.

La reprise de la conjoncture étant modérée, l'économie suisse ne se heurtera pas, dans un proche avenir, aux limites de ses capacités de production, ce qui aurait pu entraîner des hausses de prix. De même, l'évolution des salaires ne devrait pas constituer un facteur de renchérissement, étant donné le chômage qui subsiste encore et les augmentations sensibles de la productivité. L'analyse de l'évolution des agrégats monétaires aboutit à la même conclusion. La Banque nationale ne s'attend pas à une accélération notable de la croissance de  $M_3$  d'ici à la fin de l'année. Elle table, pour le quatrième trimestre, sur le maintien de la monnaie centrale désaisonnalisée à son niveau du troisième trimestre, soit 33,7 milliards de francs. En d'autres termes, l'agrégat augmenterait de 2,9% par rapport au trimestre correspondant de 1997.

Dans ce contexte et compte tenu des perspectives, la Banque nationale estime que sa politique monétaire reste appropriée. Celle-ci soutient la reprise économique, sans toutefois mettre en danger la stabilité des prix. Les turbulences sur les marchés financiers internationaux ont une nouvelle fois accru le risque d'une revalorisation du franc. La Banque nationale suivra donc attentivement, à l'avenir également, l'évolution du cours du franc et prendra, si besoin est, les mesures qui s'imposent.

## Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour la séance du 18 septembre 1998

Le rapport a été approuvé le 3 septembre 1998. Autant que possible, il tient compte également des informations publiées après cette date. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières.

# 1 Environnement international

## 1.1 Conjoncture

### Faibles répercussions, jusqu'ici, de la crise asiatique sur la conjoncture aux Etats-Unis et en Europe

Au deuxième trimestre de 1998, la conjoncture a continué à évoluer favorablement aux Etats-Unis et en Europe. La crise asiatique a affecté les exportations, mais ses effets ont été amortis par la vigoureuse demande intérieure. En outre, le recul des ventes à l'Asie a été en partie compensé par une hausse des exportations vers d'autres régions. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, la revalorisation de la monnaie nationale au cours des dernières années a contribué, en plus de la crise asiatique, à affaiblir les exportations.

La croissance de l'économie américaine est restée forte au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel était supérieur de 3,6% au niveau observé un an auparavant. Les investissements ont continué à montrer de la vigueur, et la consommation privée a augmenté sensiblement. Toutefois, les indicateurs avancés annoncent pour le second semestre un ralentissement de l'expansion économique aux Etats-Unis.

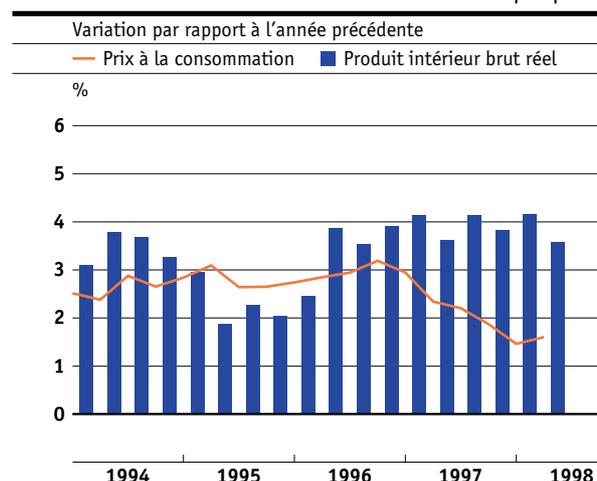
Après avoir encore enregistré une vive progression au premier trimestre, l'économie britannique a perdu de son dynamisme au deuxième trimestre. Les exportations ont marqué un tassement, de même que la demande intérieure.

En Allemagne et en France, l'amélioration de la conjoncture s'est poursuivie, grâce notamment à la demande intérieure plus ferme. La consommation privée a connu un sensible accroissement, et les entreprises, encouragées par les perspectives plus favorables, ont augmenté leurs investissements. Dans ces deux pays, l'activité a repris dans la construction, après une longue crise.

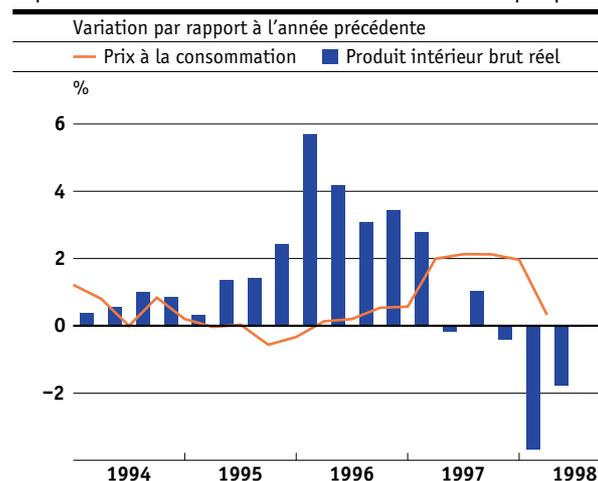
En Italie par contre, la croissance économique a marqué le pas. Au deuxième trimestre, le produit intérieur brut réel ne dépassait plus que de 1,1% son niveau du trimestre correspondant de 1997. La consommation privée est demeurée inchangée, après avoir enregistré une vigoureuse augmentation, en 1997, à la suite principalement des avantages fiscaux accordés sur les achats de voitures. Selon les indicateurs disponibles, la conjoncture devrait rester morose en Italie au troisième trimestre.

L'amélioration de la situation économique en Allemagne et en France s'est traduite par une diminution – modeste dans un premier temps – du chômage qui a ainsi passé, au deuxième trimestre, à 11,2% et à 11,9%. Dans les deux pays, ce repli a découlé en partie des mesures adoptées par l'Etat pour soutenir l'emploi. Au deuxième trimestre, le taux de chômage s'est réduit à 4,4% aux Etats-Unis et à 4,8% au Royaume-Uni. En Italie, il a par contre augmenté pour atteindre 12,3%.

Etats-Unis Graphique 1



Japon Graphique 2



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

### Récession au Japon

L'économie japonaise, qui n'avait enregistré qu'une faible croissance en 1997, a subi un net fléchissement au premier semestre de 1998. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a diminué de 1,8% au deuxième trimestre, après un recul de 3,7% à la période précédente. Cette détérioration de la conjoncture est due à une baisse de la demande intérieure, mais aussi à la crise dans les autres pays d'Asie orientale. Au deuxième trimestre, le taux de chômage a franchi la barre des 4%.

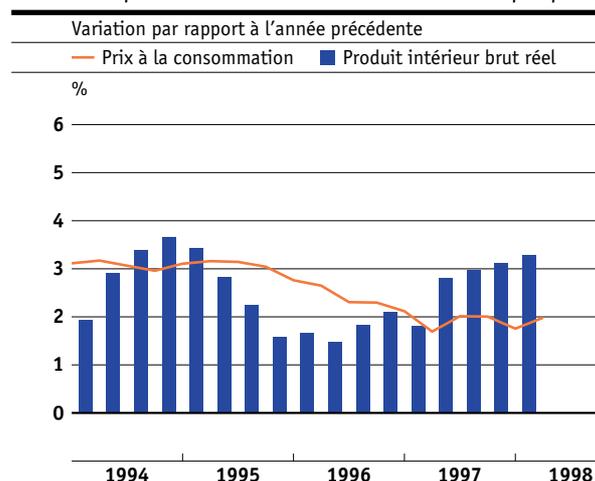
Les conjoncturistes ne s'attendent généralement pas à une amélioration rapide de la situation économique. Les importants allègements d'impôts et investissements que le Parlement japonais a votés au deuxième trimestre devraient stimuler la conjoncture, mais les effets de ces mesures ne seront guère durables. Aussi le gouvernement a-t-il mis en œuvre plusieurs projets de réformes. Au début d'avril, il a libéralisé les mouvements de capitaux entre le Japon et l'étranger. L'autorité indépendante qui a été chargée de la surveillance bancaire s'est mise au travail à fin juin. De plus, la loi révisée sur la banque centrale est entrée en vigueur; elle accroît l'autonomie de la Banque du Japon et doit rendre la politique monétaire plus transparente.

### Crise financière en Russie

Au milieu de l'année, les problèmes économiques et politiques se sont aggravés en Russie. Le gouvernement a de moins en moins semblé en mesure de

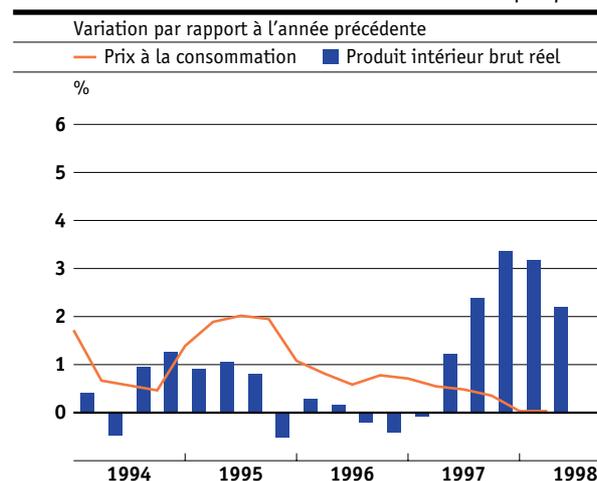
remettre les finances publiques sur la bonne voie. Pour prévenir une crise financière, le Conseil d'administration du Fonds monétaire international (FMI) a approuvé, le 20 juillet, une aide de 11,2 milliards de dollars en faveur de la Russie. Une première tranche de 4,8 milliards de dollars a été versée par le FMI. Le gouvernement russe a utilisé ces fonds pour soutenir le rouble et rembourser des dettes à court terme. La situation a toutefois empiré en août. Les pressions sur le rouble se sont accrues, les cours des actions ont fléchi, et les taux d'intérêt sur les titres d'Etat ont fait un bond. Plusieurs banques ont souffert d'un manque de liquidités. A la mi-août, la banque centrale russe a été contrainte d'élargir la marge de fluctuation du rouble par rapport au dollar, et la monnaie russe a chuté. Le gouvernement a annoncé une restructuration de la dette publique à court terme en roubles et un moratoire de trois mois sur le remboursement des dettes du secteur privé russe envers les créanciers privés à l'étranger. Les pressions à la baisse sur le rouble ayant redoublé, la banque centrale a dû cesser de soutenir la monnaie russe à partir de début septembre.

Union européenne Graphique 3



Source: BRI

Suisse Graphique 4



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

## 1.2 Evolution monétaire

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

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement est resté modéré au deuxième trimestre. A l'exception du Royaume-Uni, tous les grands pays industrialisés affichaient des taux de renchérissement inférieurs à 2%. La hausse des prix s'est accélérée au Royaume-Uni pour atteindre 4%. En juillet, le renchérissement moyen était de 1,9% dans les Etats membres de l'OCDE (sans les pays à forte inflation) et de 1,8% dans les pays de l'Union européenne. Les anticipations inflationnistes étaient toujours faibles, comme le montre notamment le nouveau et léger repli que les taux d'intérêt à long terme ont enregistré au premier semestre dans les grands pays industrialisés.

Dans les pays qui introduiront l'euro, les taux d'intérêt à long terme ont continué à se rapprocher. En Allemagne et en France, le rendement des emprunts publics à long terme était de 4,9% au deuxième trimestre; en Italie, il s'inscrivait à 5,1%. Un an auparavant, les taux italiens à long terme dépassaient encore de 1,7 point ceux de l'Allemagne.

### **Niveau toujours bas des taux d'intérêt à court terme**

Au deuxième trimestre, les taux à court terme se sont maintenus à des niveaux bas dans la plupart des pays industrialisés. Aux Etats-Unis, en Allemagne et en France, les autorités monétaires n'ont pas modifié leur politique. En revanche, la Banque d'Italie et la Banque d'Espagne ont réduit leurs taux directeurs. D'un trimestre à l'autre, le taux des dépôts à trois mois en Italie a diminué de près d'un point, passant à 5%. Les taux italiens et espagnols ont ainsi continué à se rapprocher du niveau observé en Allemagne et en France, soit 3,5%. Au Royaume-Uni, la banque centrale a relevé son taux directeur de 7,25% à 7,5%, en juin, afin de prévenir l'apparition d'une surchauffe.

Les pressions sur le yen ont augmenté fortement au deuxième trimestre. Les banques centrales japonaise et américaine sont alors intervenues sur les marchés des changes pour soutenir la monnaie nippone.

### **Fortes baisses des cours boursiers**

Sur les marchés américains et européens des actions, les cours ont atteint des niveaux records à la mi-juillet. Ils ont subi une nette correction dans la seconde quinzaine du mois, correction qui s'est

encore accentuée à fin août, à cause principalement de l'incertitude croissante des opérateurs quant aux perspectives pour l'Asie et la Russie.

Sur le continent asiatique, les cours des actions ont continué à fluctuer fortement au deuxième trimestre, puis ont chuté, en août, sur plusieurs marchés. Les remous se sont étendus également aux bourses d'Amérique latine.

## 1.3 Créances des banques suisses sur l'Asie orientale

Du fait de la crise asiatique, les banques suisses ont, au second semestre de 1997, réduit de 12,1% leurs créances sur les dix principaux pays d'Asie orientale. Elles les ont ainsi ramenées à 93,9 milliards de francs (tableau 1). En outre, la part de ces pays au total des avoirs à l'étranger des banques suisses a passé de 13,5% à 11,6%. Alors que les créances sur le Japon et Hong Kong ont fortement diminué, celles qui sont détenues sur les Philippines, Taiwan, Singapour, la Malaisie et l'Indonésie ont augmenté. Le Japon a perdu de son importance en tant que premier pays débiteur des banques suisses en Asie orientale. Les créances sur le Japon représentaient encore 57% des engagements des banques suisses dans ces dix pays; cette part n'était plus que de 45% à fin décembre 1997.

## 1.4 Perspectives conjoncturelles

Malgré la crise profonde en Asie orientale, les turbulences en Russie et la correction sensible des cours des actions, les perspectives conjoncturelles restent favorables, pour 1998 comme pour 1999, dans la plupart des pays de l'OCDE. La demande intérieure, qui repose en particulier sur des taux d'intérêt bas et un renchérissement peu élevé, est robuste et constitue le principal soutien de la conjoncture. Les risques pesant sur la conjoncture se sont toutefois accrus à la suite des récentes turbulences.

Aux Etats-Unis, la croissance réelle devrait même atteindre, en 1998, un taux sensiblement supérieur aux prévisions de printemps de l'OCDE (tableau 2). Au Japon toutefois, il faut s'attendre à un recul plus important que ce qui avait été prévu au printemps.

## Position des banques suisses selon le domicile du risque

Tableau 1

	Créances <sup>1</sup>		Variation en %	Part au total de la région		Part au total des avoirs à l'étranger	
	mrds fr. juin 97	mrds fr. déc. 97		en % juin 97	en % déc. 97	en % juin 97	en % déc. 97
Japon	60,5	41,9	-30,7	56,6	44,6	7,6	5,2
Singapour	15,7	21,7	38,2	14,7	23,1	2,0	2,7
Hong Kong	13,6	10,3	-24,3	12,7	11,0	1,7	1,3
Corée du Sud	4,1	3,9	-4,9	3,8	4,2	0,5	0,5
Chine	3,1	3,0	-3,2	2,9	3,2	0,4	0,4
Indonésie	3,0	3,6	20,0	2,8	3,8	0,4	0,4
Thaïlande	3,0	3,1	3,3	2,8	3,3	0,4	0,4
Malaisie	1,5	1,9	26,7	1,4	2,0	0,2	0,2
Taiwan	1,4	2,1	50,0	1,3	2,2	0,2	0,3
Philippines	0,9	2,4	166,7	0,8	2,6	0,1	0,3
Total	106,8	93,9	-12,1	100,0	100,0	13,5	11,6

## Prévisions établies par l'OCDE

Tableau 2

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

1 Les créances portent sur l'ensemble des avoirs, y compris les engagements conditionnels et la part non utilisée des limites de

crédit fermement ouvertes. En revanche, il n'est pas tenu compte des crédits locaux, refinancés à l'étranger dans la monnaie locale, ni des créances assorties de garanties.

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

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

4 En % de la population active  
Source: Perspectives économiques de l'OCDE, juin 1998

## 2 Evolution monétaire

### 2.1 Agrégats monétaires

#### Croissance de la monnaie centrale légèrement plus forte que prévu

Au deuxième trimestre de 1998, la monnaie centrale désaisonnalisée atteignait 33 327 millions de francs en moyenne; elle dépassait de 1,8% le niveau observé un an auparavant. Par rapport au quatrième trimestre de 1997, l'agrégat a augmenté de 3,6% en taux annualisé. Sa croissance a été légèrement plus forte que prévu. La Banque nationale tablait sur un volume moyen de 33 100 millions de francs. L'écart par rapport à la prévision est de 0,7%.

Les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale s'inscrivaient en moyenne à 3840 millions de francs, soit à un montant supérieur de 2,1% à celui de la même période de 1997. Leur croissance annuelle s'est accélérée au cours du deuxième trimestre; après avoir marqué un repli en avril, les avoirs en comptes de virements ont progressé de 2% en mai et de 5% en juin. Au cours des dernières années, on a souvent relevé de telles fluctuations du taux annuel de croissance.

En moyenne du deuxième trimestre, les billets en circulation s'établissaient à 29 409 millions de francs. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, ils ont augmenté de 1,9%, contre 0,2% au premier trimestre. Cette accélération s'explique principalement par la reprise de la con-

sommation privée. En outre, la demande de coupures de 1000 francs a enregistré une nouvelle fois une hausse qui a surpris par son ampleur.

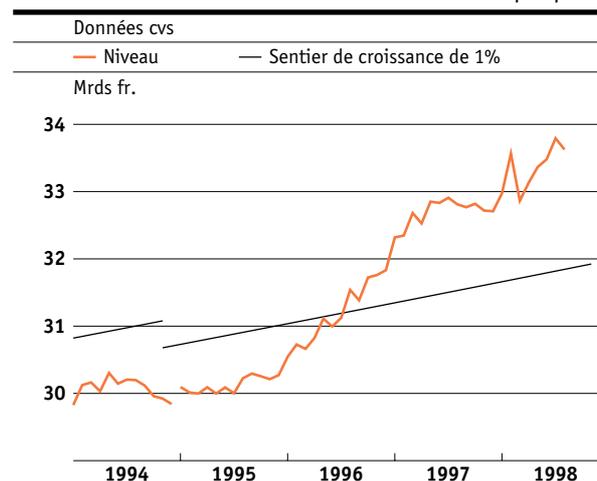
La croissance plus forte de la monnaie centrale désaisonnalisée a eu pour effet de creuser l'écart par rapport au sentier de croissance à moyen terme. L'écart a passé en moyenne de 4,6% au premier trimestre à 4,9% le trimestre suivant. En raison notamment du déplacement de la demande de billets de 1000 francs, la Banque nationale estime que sa politique monétaire n'est pas aussi expansionniste que l'écart entre la monnaie centrale et son sentier de croissance ne le laisse entendre.

#### Stagnation de $M_3$

Entre le deuxième trimestre de 1997 et la même période de 1998, la masse monétaire  $M_3$ , qui est constituée du numéraire en circulation et des dépôts du public dans les banques et à la Poste, a augmenté de 0,9%. En données corrigées des variations saisonnières, elle est restée inchangée du premier au deuxième trimestre.

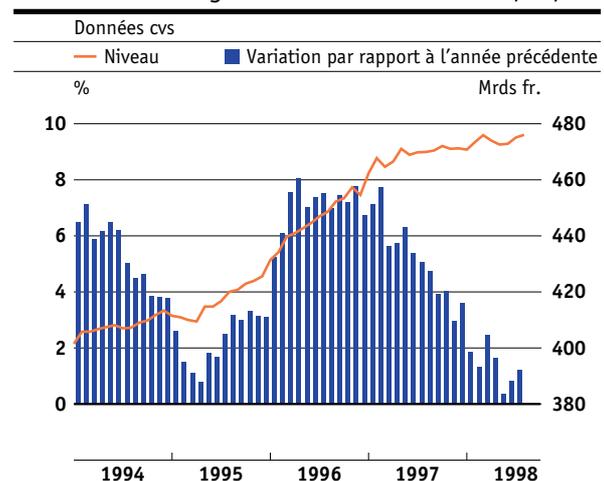
Pour l'essentiel, les composantes de  $M_3$  ont évolué en fonction des taux d'intérêt. La légère hausse des rémunérations servies sur le marché monétaire au deuxième trimestre a entraîné des transferts des dépôts d'épargne et à vue vers les dépôts à terme. Néanmoins, les dépôts à terme étaient toujours nettement inférieurs à leur niveau du deuxième trimestre de 1997 (-7,5%). Les dépôts d'épargne ont quasiment stagné pendant la même période (-0,9%), alors que les dépôts à vue ont continué à croître fortement

Monnaie centrale Graphique 5



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

Masse monétaire  $M_3$  Graphique 6



Source: BNS

	1996	1997	1997			1998						
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet	août
Billets en circulation <sup>1</sup>	28,2	29,0	28,9	28,5	29,3	29,4	29,4	29,6	29,4	29,3	29,5	29,2
Variation <sup>2</sup>	2,4	2,8	2,8	2,3	1,7	0,2	1,9	2,2	1,5	2,0	2,6	2,7
Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	2,9	3,7	3,8	3,8	3,8	3,9	3,8	3,5	3,8	4,2	4,0	3,9
Variation <sup>2</sup>	14,1	26,5	35,1	26,9	15,6	12,4	2,1	-1,0	2,0	5,0	4,2	1,6
MC <sup>3,3</sup>	31,2	32,7	32,6	32,4	33,1	33,3	33,2	33,1	33,2	33,5	33,5	33,1
MCD <sup>3,4</sup>	31,2	32,7	32,7	32,8	32,7	33,1	33,3	33,1	33,4	33,5	33,8	33,6
Variation <sup>2</sup>	3,5	4,8	5,7	4,7	3,1	2,1	1,8	1,9	1,6	2,0	2,7	2,5
Variation <sup>5</sup>	5,0	3,1	6,2	4,5	3,1	4,8	3,6	2,9	3,8	3,9	4,8	3,6

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

Tableau 4

	1996	1997	1997			1998						
			2e trim. <sup>p</sup>	3e trim. <sup>p</sup>	4e trim. <sup>p</sup>	1er trim. <sup>p</sup>	2e trim. <sup>p</sup>	avril <sup>p</sup>	mai <sup>p</sup>	juin <sup>p</sup>	juillet <sup>p</sup>	
Numéraire en circulation	2,6	3,3	4,1	3,2	0,8	-0,3	1,4	1,6	0,9	1,5	1,6	
Dépôts à vue	15,6	14,9	17,5	17,9	11,9	16,7	7,7	12,5	5,4	5,3	4,5	
Comptes de transactions	11,4	6,9	4,9	8,5	7,2	8,1	9,1	9,8	9,5	8,0	6,8	
<b>M<sub>1</sub></b>	<b>11,7</b>	<b>10,1</b>	<b>10,6</b>	<b>12,0</b>	<b>8,3</b>	<b>10,8</b>	<b>7,2</b>	<b>9,8</b>	<b>6,1</b>	<b>5,7</b>	<b>4,8</b>	
Dépôts d'épargne	12,1	4,0	4,1	4,5	3,7	2,1	-0,9	0,4	-1,0	-2,0	-1,1	
<b>M<sub>2</sub></b>	<b>11,9</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>2,9</b>	<b>4,7</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	
Dépôts à terme	-9,6	-0,9	1,4	-7,8	-5,8	-16,0	-7,5	-11,1	-8,4	-2,6	-1,5	
<b>M<sub>3</sub></b>	<b>6,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>4,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	

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

2 En % par rapport à l'année précédente

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

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

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

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

p Chiffres provisoires

(7,7%), de même que les comptes de transactions (9,1%). L'évolution de la masse monétaire  $M_3$  – la Banque nationale s'en sert aussi comme indicateur – ne laisse pas présager une accélération du renchérissement à moyen terme.

Constituée du numéraire en circulation, des dépôts à vue et des comptes de transactions, la masse monétaire  $M_1$  dépassait, en moyenne du deuxième trimestre, de 7,2% le niveau observé un an auparavant. L'agrégat  $M_2$ , qui est formé de  $M_1$  et des dépôts d'épargne, a quant à lui augmenté de 2,9%. Ainsi, les trois agrégats au sens large ont enregistré un ralentissement de leur croissance.

## 2.2 Crédits et marché des capitaux

### Accroissement des crédits à la clientèle étrangère et suisse

A la fin du deuxième trimestre, les crédits accordés par les banques à des débiteurs domiciliés à l'étranger dépassaient de 88% leur niveau de fin juin 1997. Cette expansion s'explique par des modifications statistiques qui sont dues à la fusion de la Société de Banque Suisse et de l'Union de Banques Suisses. Jusqu'alors, les deux grandes banques avaient comptabilisé différemment les pensions de titres («repos»). Chez l'une, ces opérations accroissaient la somme du bilan, alors que, chez l'autre, elles ne l'influençaient pas. L'UBS – l'établissement issu de la fusion de la Société de Banque Suisse et de l'Union de Banques Suisses – a adopté pour la comptabilisation des pensions de titres une méthode qui entraîne une augmentation du bilan.

Les distorsions provoquées par cette fusion portent presque exclusivement sur les affaires passées avec l'étranger. Les chiffres pour les crédits à la clientèle suisse sont restés pertinents, étant donné que la clientèle suisse participe encore peu, pour des raisons fiscales, au marché des pensions de titres. A fin juin, les crédits à des débiteurs suisses dépassaient de 0,8% le niveau observé un an auparavant. Leur progression s'est légèrement accélérée au cours du deuxième trimestre. Une reprise s'est dessinée également dans le secteur des crédits de construction. En effet, les limites ont quelque peu augmenté de mai à juin, et les montants utilisés n'ont plus que faiblement diminué; tous deux avaient reculé sensiblement jusqu'en mai.

Le graphique 7a montre, pour les années 1982 à 1997, le rapport étroit qui existe entre l'évolution du produit intérieur brut et celle des crédits à la clientèle

suisse. Les fluctuations sont toutefois nettement moins fortes du côté des créances hypothécaires que de celui des créances sur la clientèle, lesquelles ne sont pas garanties par hypothèque. Au cours des dix-huit derniers mois, les créances hypothécaires ont constamment augmenté à des rythmes compris entre 3,5% et 4,5%, alors que les créances sur la clientèle ont par moments reculé massivement (voir graphique 7b). La faible progression que les crédits en Suisse ont enregistrée pendant cette période est donc due à l'évolution des créances sur la clientèle. De même, la reprise des crédits en Suisse ces derniers mois a eu pour origine le léger raffermissement des créances sur la clientèle.

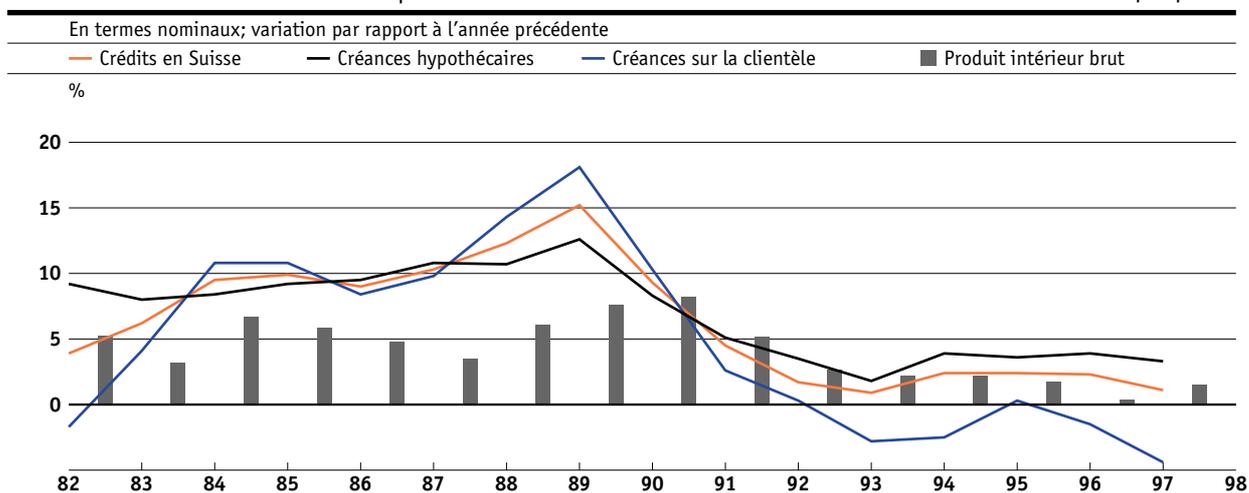
### Forte activité sur le marché des capitaux

Au deuxième trimestre, le recours net au marché suisse des capitaux par les émissions d'emprunts et d'actions a atteint 14,1 milliards de francs, soit près du double du montant observé pour la période correspondante de 1997. Le prélèvement net opéré par les emprunts de débiteurs suisses s'est accru, passant de 0,9 milliard à 4,2 milliards de francs. Les débiteurs étrangers ont eux aussi levé un montant net sensiblement plus élevé (8,9 milliards de francs, contre 5,8 milliards au deuxième trimestre de l'année précédente). Ces deux progressions s'expliquent principalement par les émissions plus nombreuses et non par des remboursements moins élevés. Dans le compartiment suisse, le montant des emprunts ordinaires (straights) a diminué d'un cinquième, tandis que celui des obligations convertibles a triplé. De ce fait, la part des emprunts ordinaires au total des émissions a diminué, passant de 90% au deuxième trimestre de 1997 à 75% un an plus tard. Dans le segment étranger, seules les émissions d'emprunts à taux variable se sont inscrites en repli. En comparaison annuelle, elles ont fléchi de près de moitié. En revanche, les placements d'obligations synthétiques ainsi que d'emprunts liés à des actions ont sensiblement augmenté; la croissance des emprunts convertibles a été largement supérieure au net recul des emprunts à option.

Le recueil net de fonds par les émissions d'actions est resté à peu près inchangé à 1 milliard de francs. Tant le volume des émissions que celui des remboursements ont augmenté.

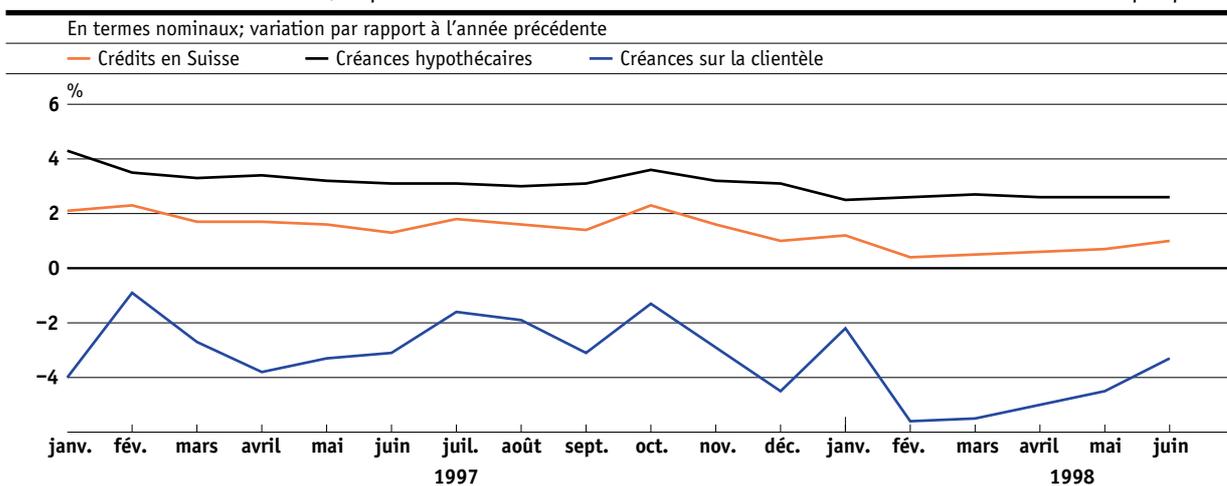
Evolution des crédits en Suisse et du produit intérieur brut

Graphique 7a



Evolution des crédits en Suisse, depuis 1997

Graphique 7b



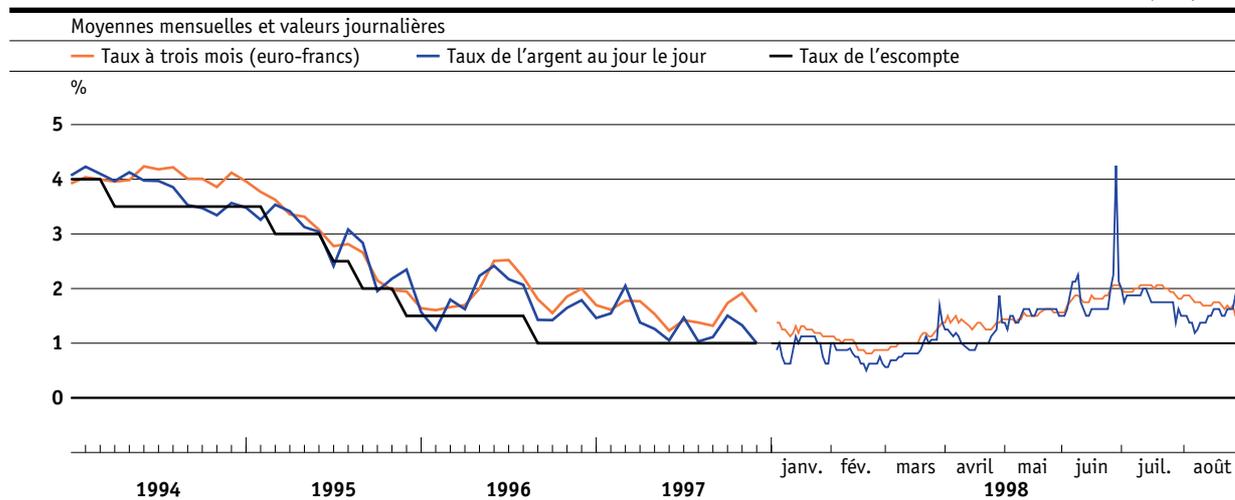
Source pour graphiques 7a et 7b:  
BNS

	1996	1997	1997			1998	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
<b>Emprunts et actions, total</b>							
Valeur d'émission <sup>1</sup>	60,8	61,7	15,1	17,1	13,7	22,3	20,8
Conversions/remboursements	42,0	32,9	7,5	8,2	8,3	9,0	6,7
Recours net	18,9	28,8	7,6	8,9	5,4	13,3	14,1
<b>Emprunts obligataires suisses</b>							
Valeur d'émission <sup>1</sup>	23,3	24,3	6,2	5,9	6,0	11,5	7,5
Conversions/remboursements	22,7	17,6	5,3	3,5	3,8	4,4	3,3
Recours net	0,6	6,8	0,9	2,3	2,2	7,1	4,2
<b>Actions suisses</b>							
Valeur d'émission <sup>1</sup>	1,5	2,9	1,2	1,1	0,6	0,1	1,8
Remboursements	1,6	3,0	0,3	2,0	0,5	0,5	0,8
Recours net	-0,1	-0,1	0,9	-0,9	0,1	-0,4	1,0
<b>Emprunts obligataires étrangers<sup>2</sup></b>							
Valeur d'émission <sup>1</sup>	36,0	34,5	7,7	10,1	7,1	10,7	11,5
Remboursements	17,6	12,4	1,9	2,6	4,0	4,1	2,6
Recours net <sup>3</sup>	18,4	22,1	5,8	7,5	3,1	6,6	8,9

1 Selon la date de libération

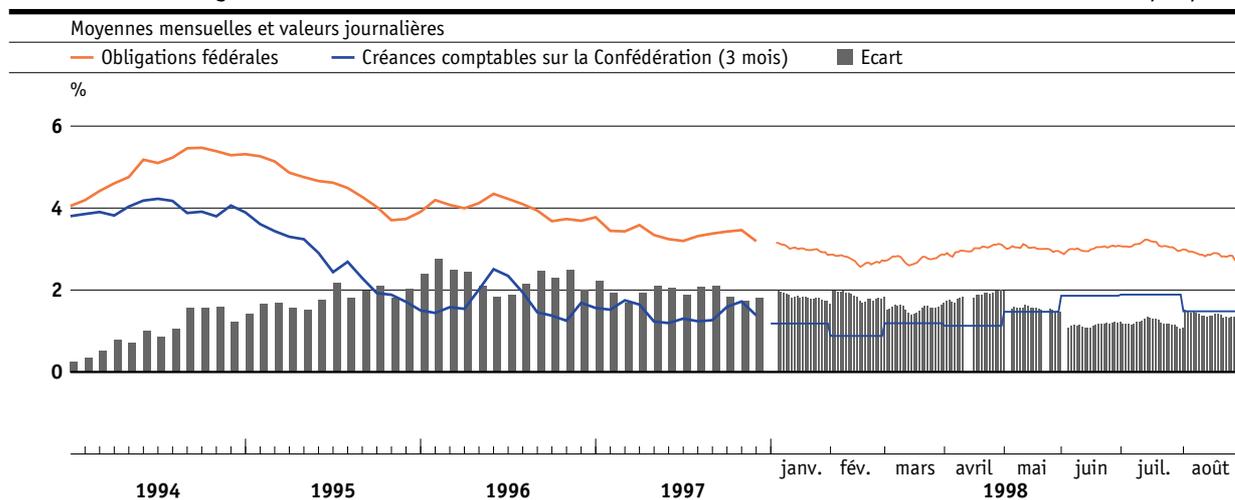
2 Sans les emprunts  
en monnaies étrangères

3 Sans les conversions



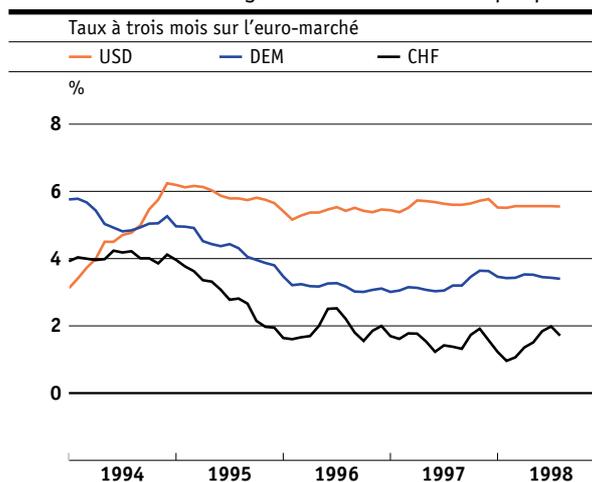
Rendement des obligations et structure des taux d'intérêt

Graphique 9



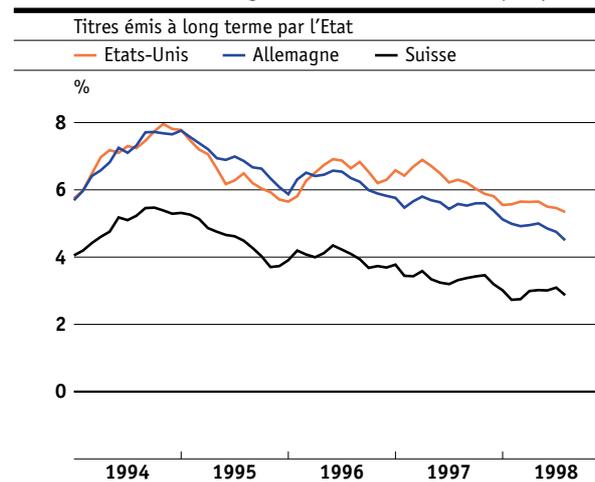
Taux d'intérêt à l'étranger

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. Sources: BRI et BNS

## 2.3 Taux d'intérêt

### **Remontée des taux sur le marché monétaire ...**

Après avoir atteint un plancher en février, les taux d'intérêt à court terme se sont presque continuellement redressés jusqu'à la mi-juillet. En moyenne du deuxième trimestre, ils étaient très proches de leur moyenne annuelle de 1997. Le taux de l'argent au jour le jour a fluctué entre 1,1%, en avril, et 1,9%, en juin; sa moyenne s'inscrivait à 1,5%. Sur le marché des euro-francs, la rémunération des dépôts à trois mois a augmenté, passant en moyenne de 1,1% au premier trimestre à 1,6% au trimestre suivant.

### **... et des rendements des obligations**

Les rendements des obligations, qui étaient eux aussi tombés à un bas niveau en février, sont repartis à la hausse au cours des mois suivants; ils restaient toutefois inférieurs à leur niveau moyen de 1997. Les rendements des obligations ayant moins augmenté que les rémunérations servies sur le marché monétaire, l'écart entre les taux à long et à court terme s'est resserré. La courbe des taux avait par conséquent une pente plus faible qu'au premier trimestre.

En dépit de la hausse des rémunérations à court terme, les banques cantonales ont ramené les taux des anciennes hypothèques à 4%. Au début de l'année, elles avaient déjà réduit ceux des nouvelles hypothèques. Après avoir baissé au premier trimestre, la rémunération des dépôts d'épargne est restée inchangée d'avril à août. Les taux des obligations de caisse ont réagi plus vivement. Ils ont suivi le mouvement de repli observé sur les marchés monétaire et obligataire durant les trois premiers mois de l'année, puis se sont redressés au deuxième trimestre. En août, leur niveau était toutefois encore légèrement inférieur à celui du début de l'année.

### **Ecarts de rendements par rapport à l'étranger: variations dues aux mouvements des taux suisses**

Les rémunérations des placements à court terme en dollars des Etats-Unis et en marks allemands sont restées quasiment inchangées jusqu'en août. Sur l'euro-marché, le taux des dépôts à trois mois en dollars a fluctué aux alentours de 5,5%, et celui des placements correspondants en marks était de 3,5% environ. Les écarts entre ces taux et les rémunérations des dépôts en francs suisses ont donc varié essentiellement du fait de la volatilité des taux du franc. A la suite de la hausse des taux appliqués aux fonds en francs, ils ont eu tendance à se resserrer entre février et août.

La même constatation peut être faite pour les taux à long terme. Les rendements à long terme des placements en dollars sont demeurés stables jusqu'en août, et ceux des placements en marks ont légèrement diminué. De ce fait, les écarts par rapport aux rémunérations à long terme en Suisse se sont réduits quelque peu.

Au deuxième trimestre, la différence entre les taux à long terme et ceux à court terme était toujours plus marquée en Suisse qu'en Allemagne. Aux Etats-Unis, la courbe des taux avait une pente nettement plus faible que dans ces deux pays.

### **Baisse des taux d'intérêt sur les marchés de l'argent et des capitaux en août**

Vers la mi-juillet, les taux d'intérêt ont commencé à se replier sur les marchés suisses de l'argent et des capitaux. A fin août, le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs s'établissait à 1,4% et était ainsi inférieur de 0,7 point à son niveau de la mi-juillet. Pendant cette même période, le rendement moyen des obligations fédérales a diminué de 0,4 point pour s'inscrire à 2,8%. Ainsi, l'écart entre les taux longs et courts s'est légèrement creusé.

### **Recul des cours des actions en été**

Les indices suisses des actions ont continué à augmenter au deuxième trimestre, mais à un rythme beaucoup plus lent qu'à la période précédente. Le Swiss Performance Index (SPI) a progressé de 4,6% entre fin mars et fin juin, contre 21% au cours des trois premiers mois de l'année. Au début du troisième trimestre, la hausse des cours s'est poursuivie. Dès la mi-juillet, un net fléchissement a été observé en raison de la crise persistante en Asie de l'Est et de l'aggravation de la situation en Russie.

## 2.4 Cours de change

### Affaiblissement du dollar ...

Entre le début d'avril et la mi-août, le dollar des Etats-Unis s'est considérablement apprécié vis-à-vis du yen. A la suite du recul des cours des actions, il a subi des pressions à la baisse, vers la fin du mois d'août, face aux principales monnaies. Vis-à-vis du yen, sa revalorisation depuis le début d'avril n'était plus que de 2% à fin août. Pendant cette même période, le dollar a perdu beaucoup de terrain face aux monnaies européennes. Par rapport à la livre sterling toutefois, il s'est maintenu à son niveau d'avril.

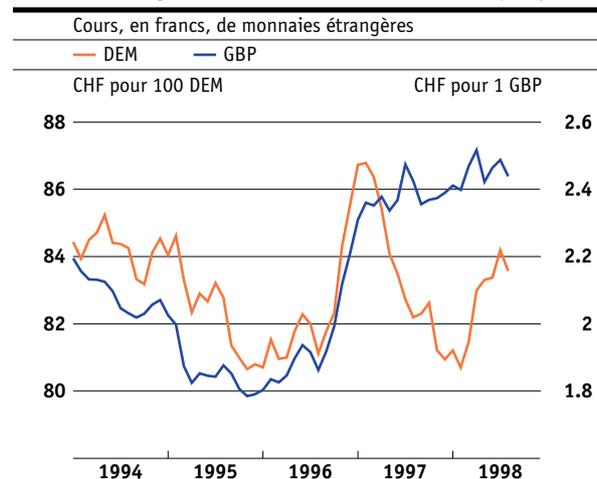
Le yen japonais, qui avait sensiblement fléchi, s'est légèrement redressé vers la fin du mois d'août. Le mark allemand est quant à lui resté stable au deuxième trimestre. En raison du ralentissement de la croissance économique au Royaume-Uni, la livre sterling a quelque peu fléchi. Par rapport au mark allemand, elle a même cédé 6%.

### ... et raffermissement du franc

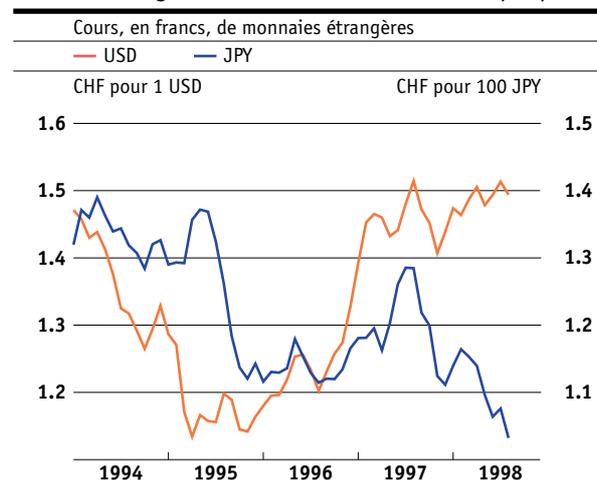
A fin août, le mark allemand valait 82,2 centimes, soit autant qu'au début du mois d'avril. Les marchés s'attendant à un euro stable, le franc a cédé du terrain, dans une première phase, vis-à-vis des monnaies européennes. Vers la fin août, il s'est toutefois nettement raffermi dans le sillage des turbulences sur les marchés financiers. Par rapport au début d'avril, le franc a repris 6% au dollar et 8% au yen.

En termes réels, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, a diminué entre avril et juillet, puis a augmenté nettement en août. Elle était alors encore inférieure de 1% à son niveau d'août 1997. Face au dollar et à la livre sterling, le franc s'est revalorisé, en termes réels, de 0,4% et de 2,5%. Par rapport au mark, il a par contre fléchi de 1,3%.

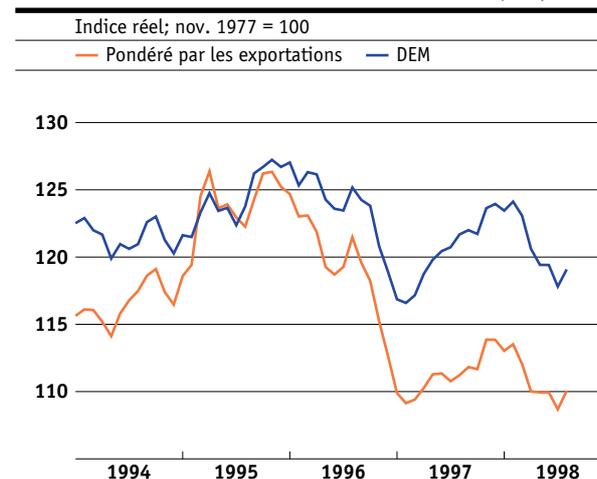
Cours de change Graphique 12



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

##### Croissance toujours modérée du produit intérieur brut

La reprise économique a continué au deuxième trimestre de 1998. Comme au premier trimestre, le rythme de croissance de l'économie a été inférieur à celui de 1997. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,3% (taux annualisé) d'un trimestre à l'autre; il dépassait ainsi de 2,2% le niveau du deuxième trimestre de 1997.

Selon les données révisées de la comptabilité nationale, le tassement de la croissance est plus marqué que ce qui avait été prévu initialement. Cela est dû au fait que le produit intérieur brut réel pour 1997 a été nettement revu à la hausse.

Les exportations ont constitué, au deuxième trimestre également, le principal moteur de la croissance, mais la consommation privée et les investissements en biens d'équipement y ont eux aussi contribué dans une mesure non négligeable. Par contre, les

investissements en constructions ne se sont inscrits que légèrement au-dessus du niveau de la période correspondante de 1997. Quant aux importations, elles ont crû sensiblement moins qu'au premier trimestre, d'où une réduction de l'effet négatif sur le commerce extérieur.

##### Affaiblissement de la conjoncture dans l'industrie

Au deuxième trimestre, l'activité a été moins soutenue dans l'industrie. L'indicateur de la marche des affaires s'est replié légèrement dans ce secteur depuis le début de l'année, car l'amélioration observée une nouvelle fois sur le marché intérieur n'a pas compensé le tassement des exportations.

Dans les entreprises à vocation exportatrice, la croissance de la production a nettement marqué le pas. Les stocks de produits finis ont été jugés trop élevés par un plus grand nombre d'entrepreneurs que précédemment. Les entrées de commandes, qui ont constamment perdu de leur dynamisme depuis 1997, ont stagné en juin par rapport au même mois de l'année précédente. Les entrepreneurs ont certes prévu une légère réduction de la production pour les prochains mois, mais leurs attentes concernant les

##### Produit intérieur brut

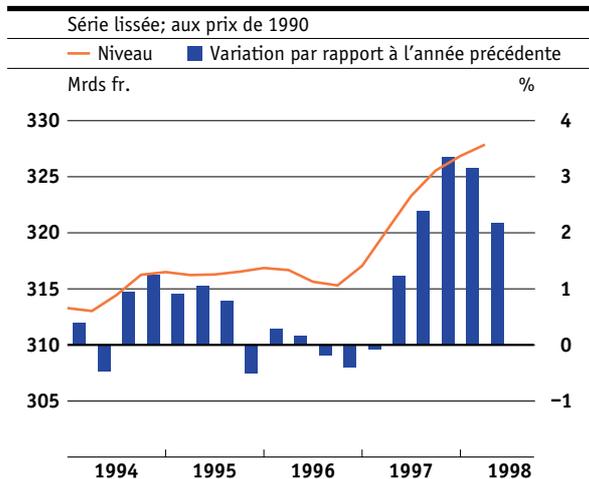
Aux prix de 1990; contributions en points à la croissance annuelle du PIB

Tableau 6

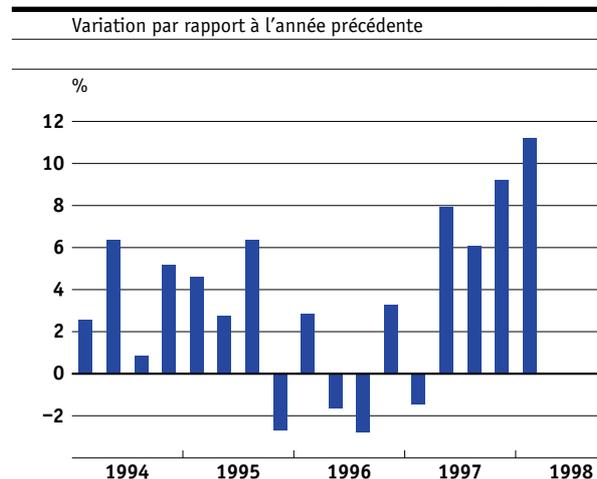
	1996	1997	1997			1998	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Consommation privée	0,3	0,7	0,8	0,7	1,3	1,0	0,9
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Formation de capital fixe	-0,7	0,4	0,2	0,4	1,2	1,3	0,8
Constructions	-0,9	-0,2	-0,3	-0,2	0,1	0,2	0,1
Biens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

Sources: OFS et OFDE

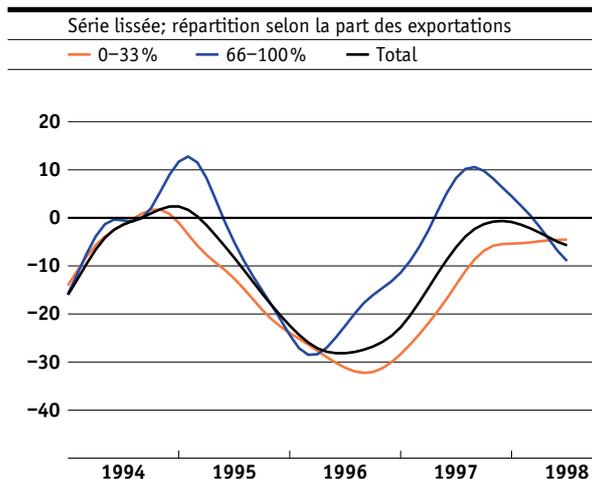
Produit intérieur brut Graphique 15



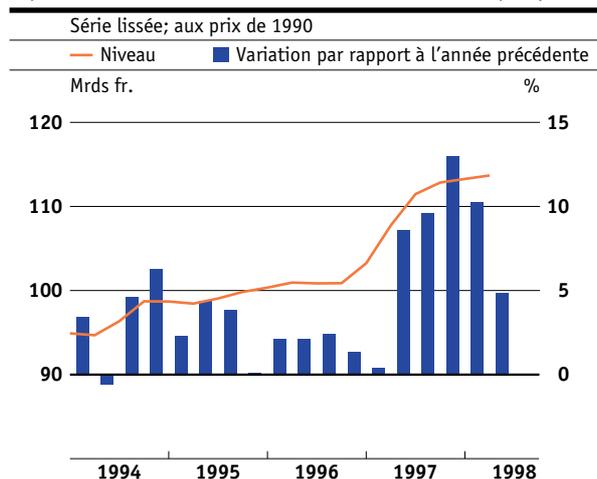
Production industrielle Graphique 17



Marché des affaires dans l'industrie Graphique 16



Exportations Graphique 18



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

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

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

Source pour graphique 17: OFS

entrées de commandes sont de nouveau empreintes d'optimisme. La forte demande intérieure dans de nombreux pays européens et aux Etats-Unis ainsi que la nouvelle et légère baisse du franc suisse devraient entraîner, au second semestre, une reprise des commandes émanant de l'étranger.

Les entreprises axées sur le marché intérieur ont encore connu une évolution réjouissante. Dans les branches proches de la construction, la situation s'est améliorée et a été presque satisfaisante. Les stocks de produits finis sont restés inchangés à un niveau approprié. Les entrées de commandes ont continué à progresser en comparaison annuelle. Une intensification de l'activité dans l'industrie axée sur le marché intérieur n'est cependant pas attendue ces prochains mois. Les entrepreneurs escomptent une croissance modérée des commandes et envisagent d'accroître leur production au rythme des mois précédents.

### Hausse du taux d'utilisation des capacités techniques

Bien que les capacités techniques aient été accrues notablement au premier semestre de 1998, le taux d'utilisation de celles-ci atteignait 86% au deuxième trimestre, soit un niveau jamais enregistré depuis 1994. Si les capacités de production ont été notamment relevées par les entreprises exportatrices durant les trois premiers mois de 1998, elles l'ont été davantage, au deuxième trimestre, par celles qui travaillaient essentiellement pour le marché intérieur.

## 3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes

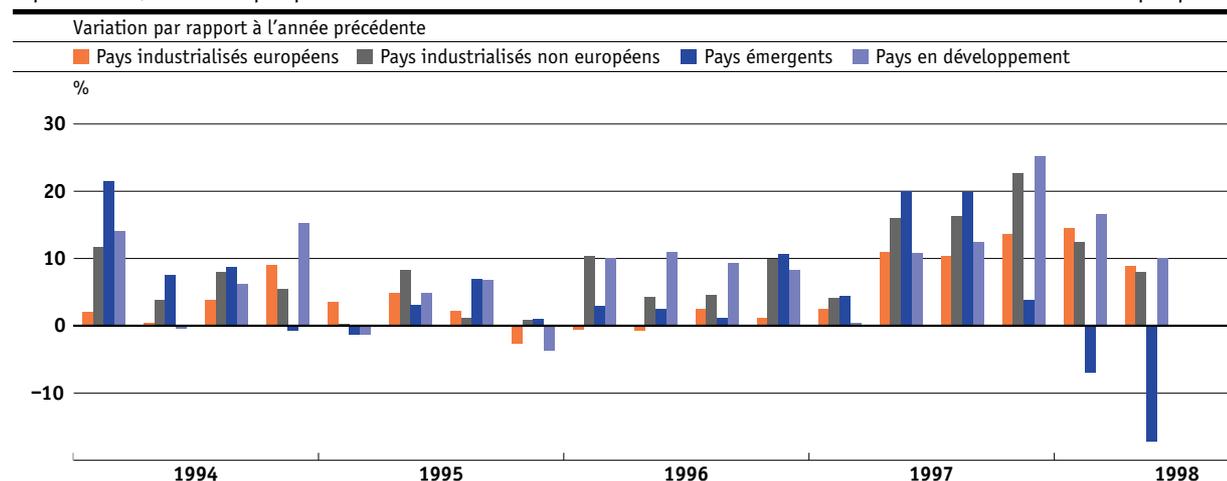
### Tassement de la croissance des exportations au premier semestre

Au premier semestre de 1998, les exportations ont enregistré un net ralentissement de leur expansion par rapport au semestre précédent. Cette évolution s'explique principalement par la crise en Asie de l'Est. Les données afférentes aux premier et deuxième trimestres sont difficiles à interpréter séparément à cause de biais dus au calendrier. D'un trimestre à l'autre, les exportations ont progressé en volume et en données corrigées des variations saisonnières; elles avaient reculé au premier trimestre. En outre, elles dépassaient de 4,7% (premier trimestre: 10,7%) leur niveau de la période correspondante de 1997. Du premier au deuxième trimestre, la croissance est restée à peu près semblable en rythme annuel et en données corrigées des jours ouvrables<sup>1</sup>.

Les exportations en biens d'équipement ont augmenté de 10,6% en données corrigées des jours ouvrables, soit dans une mesure de nouveau supérieure à la moyenne. La demande d'instruments de précision s'est accrue très fortement. Alors que les exportations de matières premières et de produits semi-finis ont progressé moins sensiblement (8%) qu'au premier trimestre, celles de biens de consommation ont enregistré une accélération de leur croissance, cette dernière passant de 2,1% à 5,6%. La nette hausse des livraisons de produits pharmaceutiques a compensé une chute des exportations de montres.

Exportations, ventilées par partenaires commerciaux

Graphique 19



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

1 Le deuxième trimestre ayant compté deux jours ouvrables en moins du fait de la fête de Pâques, les taux annuels de croissance, corrigés des variations saisonnières, se sont inscrits, pour le deuxième trimestre, environ 3,3 points au-dessus des taux officiels non adaptés, et, pour le premier trimestre, 3,3

points au-dessous. Par la suite, il s'agira toujours de données corrigées des jours ouvrables. Les tableaux 7 et 8 ainsi que le graphique 19 comprennent les données officielles.

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

Tableau 7

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

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

Tableau 8

	1996 <sup>3</sup>	1997 <sup>3</sup>	1997			1998	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Total	1,5	6,4	8,9	9,6	9,2	9,7	6,7
Matières premières et produits semi-finis	-2,4	9,6	13,4	10,9	13,0	14,3	3,2
Biens d'équipement	1,7	5,6	8,4	5,2	10,5	15,0	7,6
Biens de consommation	4,2	2,3	4,4	11,0	6,2	9,1	9,4
Valeurs moyennes à l'importation	-0,2	5,4	4,1	5,0	3,0	-3,9	-3,0

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

Tableau 9

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

1 Sans les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (total 1)  
2 Données non corrigées des jours ouvrables

3 Chiffres révisés  
4 Estimations  
Sources: Direction générale des douanes fédérales (tableaux 7 et 8) et BNS (tableau 9)

### **Accroissement des exportations vers l'UE**

Une répartition selon les régions de destination montre que les exportations ont évolué, en valeur, comme au premier trimestre. Les exportations vers l'UE dépassaient de 10,8% leur niveau du deuxième trimestre de 1997, augmentant une nouvelle fois plus que la moyenne. Si les ventes à la France, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni ont marqué une forte croissance, celles à l'Allemagne et à l'Italie ont progressé modérément. Hors de la zone de l'UE, les livraisons aux Etats-Unis se sont accrues de 18%; elles ont encore profité du raffermissement du dollar et de la solide demande aux Etats-Unis. Par contre, les exportations vers le Japon ont diminué de 3,5%. La forte revalorisation du franc, en termes réels, face au yen et le net tassement de la conjoncture au Japon sont à l'origine de cette évolution.

### **Nouveau repli des exportations vers l'Asie de l'Est**

La poursuite du net recul des exportations vers les pays de l'Asie de l'Est s'explique par la crise persistante qui secoue cette région. Les ventes aux pays émergents d'Asie s'établissaient 26% environ au-dessous du niveau observé au deuxième trimestre de 1997; au premier trimestre, elles avaient déjà fléchi de 21,6%. Alors que seules les exportations vers Taiwan ont enregistré une légère hausse, celles vers Singapour ont accusé une baisse de près de 34% (premier trimestre : -15,8%). L'industrie horlogère a été touchée de plein fouet par la contraction de la demande émanant de l'Asie de l'Est. Au deuxième trimestre, les ventes à Hong Kong, le deuxième plus gros client, ont reculé de 23,2%. La crise a également fait sentir ses effets dans l'industrie chimique et dans celle des machines, car leurs exportations ont diminué de respectivement 24% et 33%. Avant le déclenchement de la crise, ces deux branches livraient 9% et 5% du total de leurs exportations à l'Asie de l'Est, et l'industrie horlogère, 18%. Les livraisons aux pays en développement et notamment en transition (la CEI avant tout) ont en revanche gagné en dynamisme. La part des pays en transition aux exportations totales s'est inscrite à 4,5%, alors que celle des pays émergents de l'Asie de l'Est a passé de 8,2% à 5,5% en l'espace d'une année.

### **Croissance plus vive des importations**

Au deuxième trimestre, les importations de biens ont continué à progresser en volume et dépassaient ainsi de 10%, en données corrigées des jours ouvrables, leur niveau de la période correspondante

de 1997 (premier trimestre: 6,4%). Les importations de biens de consommation ont augmenté de 12,7% par rapport au deuxième trimestre de 1997, après une expansion modérée au premier trimestre. Cette vigoureuse hausse a été amplifiée par les affaires réalisées durant la semaine de Pâques, mais aussi au cours des championnats du monde de football. Ainsi, les importations d'articles électroniques grand public ont marqué une vive progression. Si les achats à l'étranger de biens d'équipement ont crû de 10,9% environ, soit à peu près au même rythme qu'au premier trimestre, ceux de matières premières et de produits semi-finis ont enregistré un ralentissement de leur expansion (6,5%, contre 11%). Cela est vraisemblablement dû en partie au tassement observé dans les branches fortement axées sur les exportations. Selon l'enquête menée par le Centre de recherches économiques de l'EPFZ, les achats prévus de matières premières et de produits semi-finis ont diminué nettement depuis le début de l'année dans ces branches.

### **Importations accrues d'Asie de l'Est**

La forte dépréciation des monnaies des pays asiatiques a entraîné, comme prévu, une accélération de la croissance des importations provenant de ceux-ci. Au premier semestre de 1998, ces importations étaient supérieures de près de 20%, en volume, à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente; une stagnation avait été observée en 1997.

### **Evolution stable des prix**

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'exportation et à l'importation ont évolué de manière identique, comme au premier trimestre. Alors que les prix à l'exportation ont stagné, les prix à l'importation ont diminué de 3%. Cette baisse est due surtout au repli des prix du pétrole.

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

Au deuxième trimestre, les importations de biens ont augmenté, en valeur, de 6% par rapport à la période correspondante de 1997, et les exportations de biens, de 4,6%. Il en a découlé une hausse du déficit de la balance commerciale, celui-ci passant de 0,2 milliard à 0,6 milliard de francs. Le solde actif de la balance des services a augmenté de 0,4 milliard pour atteindre 4,7 milliards de francs. En particulier, les recettes accrues tirées du tourisme et la hausse des commissions bancaires ont contribué à cette progression. Par contre, l'excédent des revenus de facteurs s'inscrivait à 4,8 milliards de francs, contre

4,9 milliards un an auparavant, du fait d'un recul du produit des intérêts bancaires. L'excédent de la balance des transactions courantes s'élevait à 7,6 milliards de francs, un montant identique à celui du deuxième trimestre de 1997. Sa part au produit intérieur brut nominal était ainsi de 7,9%.

### 3.3 Investissements

Au deuxième trimestre, les investissements ont continué à croître. Ils dépassaient de 3,1% le niveau observé un an auparavant, contre 6,4% au premier trimestre. D'un trimestre à l'autre, les investissements en biens d'équipement ont augmenté vigoureusement. Dans la construction, ils ont toutefois stagné après avoir progressé légèrement – selon les données révisées – au cours des deux trimestres précédents.

#### **Poursuite de l'amélioration dans la construction**

Dans la construction, la situation devrait s'améliorer encore. Au premier semestre, les livraisons de ciment ont marqué une hausse de 1,4% par rapport à la période correspondante de 1997. L'indicateur de la marche des affaires dans l'industrie de la pierre et de la terre s'est stabilisé depuis le début de l'année à un niveau sensiblement plus élevé qu'en 1997. Au deuxième trimestre, les investissements en constructions se sont maintenus à leur niveau du trimestre précédent et ne dépassaient plus que légèrement le volume enregistré un an auparavant. D'après les entrées et carnets de commandes, la demande continuera à croître dans la construction privée. La construction publique, qui avait été jusque-là le principal soutien de la conjoncture dans la construction, devrait par contre perdre de son dynamisme au cours des prochains mois.

Selon l'enquête sur la construction menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la situation a été nettement meilleure au deuxième trimestre qu'aux trimestres précédents. Dans le secteur principal de la construction, elle a continué à s'améliorer. Les entrepreneurs jugeaient les carnets de commandes comme n'étant plus que légèrement insatisfaisants, et ils étaient plus optimistes en ce qui concerne le bâtiment que le génie civil. Dans ces deux segments, on table sur une augmentation des entrées de commandes pour les trois et six mois à venir. En outre, les perspectives paraissent plus favorables

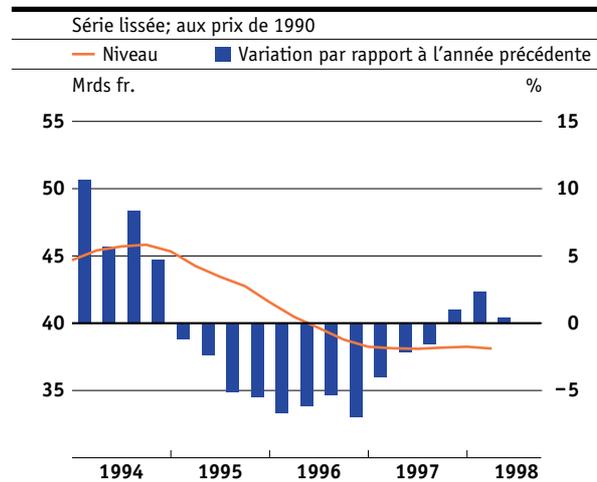
pour le bâtiment que pour le génie civil. Dans le secteur principal de la construction, l'activité a continué à se déplacer vers les travaux de rénovation et d'entretien, dont la part s'est accrue de 2% en l'espace d'un an pour atteindre environ 37% au deuxième trimestre de 1998.

Selon l'indice calculé par Wüest&Partner, les prix n'ont pas suivi une évolution homogène, au deuxième trimestre, sur le marché de l'immobilier. Les prix des maisons familiales et des appartements en propriété par étage sont restés approximativement stables, alors que l'offre a nettement augmenté. La demande a progressé dans le domaine des bureaux; le nombre des bureaux vides a régressé, et les prix n'ont diminué que faiblement. En outre, après avoir stagné au cours des trimestres précédents, les loyers des appartements ont baissé de nouveau plus rapidement, bien que l'offre soit restée inchangée.

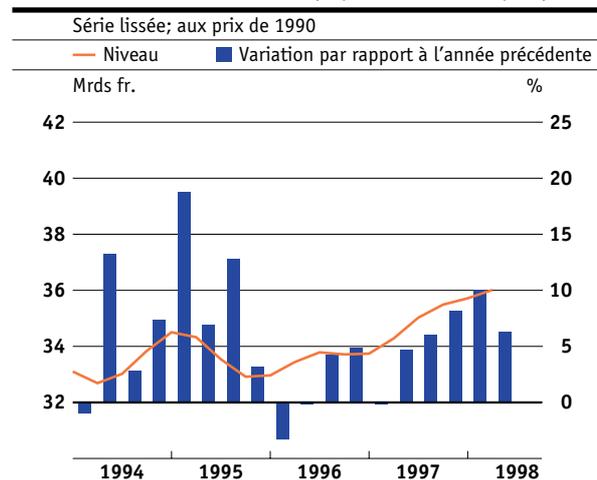
#### **Investissements en biens d'équipement toujours soutenus**

Au deuxième trimestre, les investissements en biens d'équipement ont progressé vigoureusement en données corrigées des variations saisonnières; ils avaient déjà fortement soutenu la conjoncture au trimestre précédent. En comparaison annuelle, ils ont augmenté de 6,3%, contre 10,1% au premier trimestre. La croissance en un an des importations de biens d'équipement a été une nouvelle fois supérieure à 10% (en données corrigées des jours ouvrables). Selon l'enquête de la Société suisse des constructeurs de machines, le chiffre d'affaires réalisé dans le pays a marqué un léger recul. Cependant, les entrées de commandes des résidents dépassaient de 22% le chiffre enregistré un an auparavant, ce qui annonce des investissements toujours importants. La progression des investissements en biens d'équipement devrait toutefois faiblir au second semestre, étant donné que les capacités techniques ont été sensiblement accrues durant les deux premiers trimestres et que la production industrielle a marqué un ralentissement.

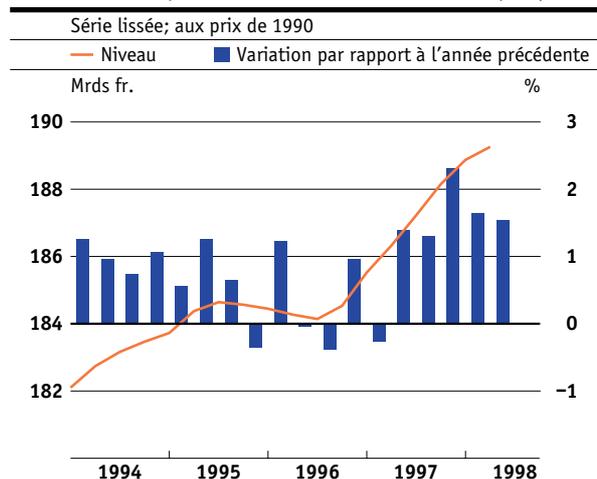
Investissements en constructions Graphique 20



Investissements en biens d'équipement Graphique 21



Consommation privée Graphique 22



Graphiques 20, 21 et 22:  
Estimations trimestrielles, annu-  
lisées.  
Source: OFDE

## 3.4 Consommation

### Poursuite de la reprise de la consommation

Au deuxième trimestre, la consommation privée a continué à augmenter. Elle dépassait de 1,5% le niveau enregistré un an auparavant, contre 1,6% au premier trimestre.

La hausse de la propension à consommer s'est reflétée dans les chiffres d'affaires du commerce de détail. Après avoir diminué de 1,9% au premier trimestre, ils se sont établis 4,5% au-dessus de leur niveau du trimestre correspondant de 1997. Etant donné l'amélioration du climat de consommation et les salaires réels en légère progression, les chiffres d'affaires ont sensiblement augmenté du côté des biens durables. En comparaison annuelle, les ventes de voitures se sont accrues de 10,8%, et celles d'appareils ménagers, de 12,7%. Dans l'alimentation, les boissons et le tabac ainsi que dans l'habillement, une légère reprise a été observée. Le secteur des services a lui aussi bénéficié du redressement de la consommation: le nombre des nuitées de la clientèle suisse a progressé de 3,5% au deuxième trimestre, contre 1,2% la période précédente.

Selon les résultats de l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les détaillants continuent à juger la marche des affaires comme bonne. Pour les trois prochains mois, ils tablent une nouvelle fois sur des chiffres d'affaires en hausse et projettent d'augmenter leurs commandes.

### Nouvelle amélioration du climat de consommation

Le climat de consommation s'est encore amélioré au deuxième trimestre. Son indice, établi par l'Office fédéral du développement économique et de l'emploi (OFDE), s'inscrivait en juillet dans la zone positive, pour la première fois depuis huit ans. Alors que les ménages portent une appréciation nettement plus favorable qu'en avril sur la situation économique, ils estiment que leur situation financière est restée inchangée. En revanche, la sécurité de l'emploi a fait l'objet d'un jugement sensiblement plus optimiste.

## 4 Marché du travail

### 4.1 Emploi

#### Nouvelle amélioration de l'emploi

Le nombre des personnes occupées a continué à augmenter au deuxième trimestre. En données corrigées des variations saisonnières, il a progressé de 0,4% d'un trimestre à l'autre et a dépassé de 1,6% le niveau de la période correspondante de 1997 (premier trimestre: 0,8%). Le nombre des personnes occupées à plein temps a marqué une hausse de 0,8%, celui des personnes travaillant entre 50 et 90%, de 4,2%, et celui des personnes avec un taux d'occupation inférieur à 50%, de 3,4%.

L'amélioration de l'emploi repose avant tout sur l'évolution favorable dans le secteur des services, où une croissance de 2,1% a été enregistrée en l'espace d'une année. Toutes les branches, à l'exception de celles des transports et de la communication, ont contribué à cette hausse. Pour la première fois depuis la fin de 1994, l'emploi a légèrement augmenté dans la construction (0,7%). Dans l'industrie, le recul qui était observé depuis plusieurs années a pris fin. L'emploi a progressé dans la chimie, l'alimentation, l'industrie des machines et la métallurgie ainsi que dans l'électronique et l'horlogerie. Il a par contre reculé dans d'autres branches, notamment dans le textile, l'habillement et dans l'industrie graphique et du papier.

Les autres indicateurs sont eux aussi orientés à la hausse. L'indice Manpower s'est de nouveau amélioré pour atteindre approximativement son niveau de

1995, niveau qui demeure toutefois nettement inférieur à celui de la fin des années quatre-vingt. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a passé de 12 500 en mars à 13 800 en juin. Quant au nombre des heures supplémentaires effectuées, il s'est stabilisé à un niveau relativement élevé. D'après les résultats de l'enquête menée dans l'industrie par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les effectifs du personnel ne sont jugés trop importants que dans quelques rares entreprises. Les perspectives en matière d'emploi sont meilleures tant dans l'industrie manufacturière que dans la construction, alors qu'elles se sont détériorées légèrement dans les services.

### 4.2 Chômage

Le repli du chômage s'est accéléré au deuxième trimestre également. L'effectif des chômeurs a diminué en données corrigées des variations saisonnières, passant de 158 900 en mars à 136 500 en juin. Le taux de chômage a régressé de 0,6 point pour s'établir à 3,8%, régression qui a concerné dans une mesure presque équivalente les personnes qui étaient sans emploi depuis moins de six mois et celles qui n'avaient plus de travail depuis plus longtemps. En juin, 44% des personnes inscrites aux offices du travail étaient au chômage depuis moins de six mois, 23% étaient sans emploi depuis sept à douze mois et 33%, depuis plus d'un an. Au deuxième trimestre, le taux de chômage a baissé de 0,6 point en Suisse alémanique et de 0,7 point en Suisse romande pour

Marché du travail données brutes

Tableau 10

	1996	1997	1997			1998			
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	juillet	août
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel <sup>1</sup>	-0,3	-1,6	-2,2	-1,4	-1,1	0,8	1,6	-	-
Personnes occupées à plein temps <sup>1</sup>	-1,0	-1,8	-2,1	-1,6	-1,3	0,3	0,8	-	-
Taux de chômage <sup>2,3</sup>	4,7	5,2	5,3	5,0	4,9	4,8	3,9	3,5	3,4
Chômeurs <sup>3</sup>	168,6	188,3	191,7	180,2	176,7	174,9	142,3	126,0	122,2
Demandeurs d'emploi <sup>3</sup>	206,7	244,7	244,5	240,9	243,8	244,0	221,7	208,4	203,2
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail <sup>3</sup>	13,1	6,6	6,4	2,2	3,0	5,6	2,8	1,0	-
Places vacantes annoncées <sup>3</sup>	5,6	9,4	10,5	10,4	9,5	12,1	15,0	15,0	13,8

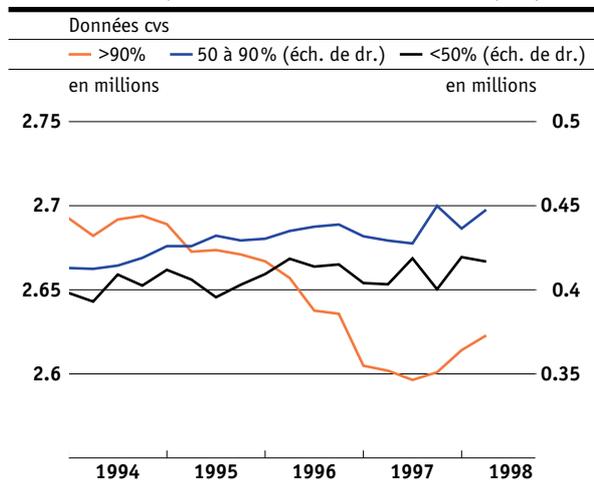
1 Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

Sources: OFDE et OFS

Personnes occupées Graphique 23

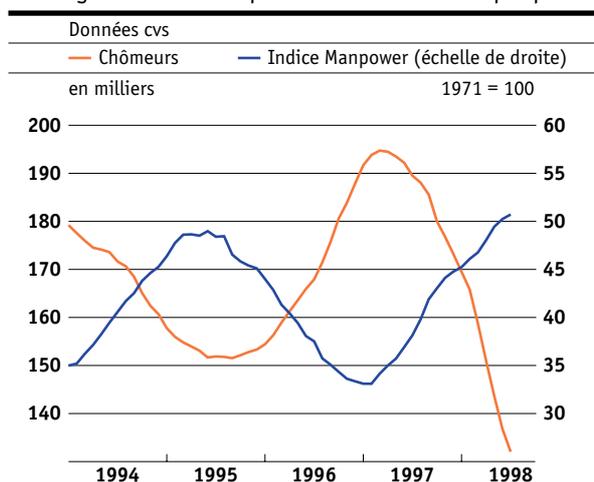


s'établir respectivement à 3,2% et à 5,1%. Sa plus forte décline a été observée au Tessin, où il a passé de 7,1% à 6,2%.

Le nombre des demandeurs d'emploi a lui aussi reculé au deuxième trimestre, mais à un rythme moins rapide que celui des chômeurs. En juin, il s'inscrivait à 219 600, contre 231 000 en mars. Selon l'Office fédéral du développement économique et de l'emploi, quelque 30% des demandeurs d'emploi participent à des programmes d'occupation ou suivent une formation; ainsi 45% d'entre eux perçoivent un revenu intérimaire.

Le chômage partiel, qui n'a cessé de diminuer en 1997, s'est stabilisé durant les six premiers mois de 1998 à un bas niveau. Le nombre des personnes occupées selon un horaire de travail réduit était de 2200 en juin. Une fois encore, la construction a été la branche la plus fortement touchée, mais le nombre des heures perdues y a nettement baissé. A côté des branches de la construction, l'électronique, la métallurgie et les industries des machines et du bois ont eu recours temporairement au chômage partiel.

Chômage et offres d'emploi Graphique 24

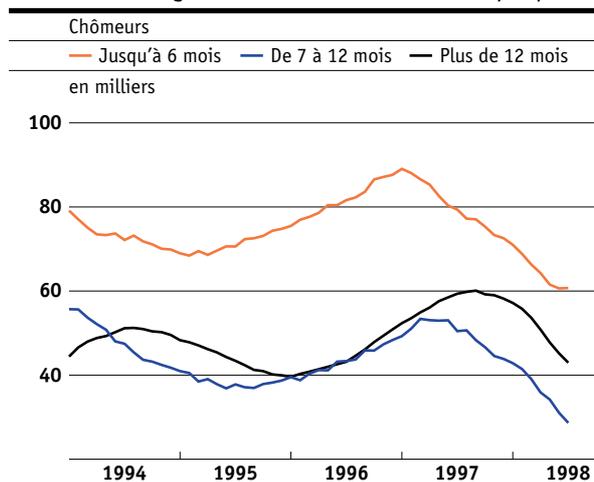


### Repli du chômage: effets conjoncturels et effets statistiques

Le repli du chômage, qui s'est amorcé en avril 1997, a été étonnamment fort. Cette ampleur découle toutefois en partie d'effets statistiques. D'une part, les chômeurs qui participent à des programmes d'occupation ou suivent des cours de perfectionnement ne sont plus recensés dans la statistique du chômage. D'autre part, le nombre croissant, ces dernières années, des chômeurs de longue durée s'est traduit par un nombre plus élevé de chômeurs en fin de droit. Or, ces derniers ne demeurent qu'en partie recensés dans la statistique du chômage.

Dans un premier temps, le recul du chômage a résulté presque exclusivement d'effets statistiques. Par la suite, les répercussions de l'embellie conjoncturelle se sont renforcées sur le marché du travail. Au deuxième trimestre, la diminution du chômage était en effet à plus de 50% d'origine conjoncturelle. La reprise a influé de plusieurs manières sur l'évolution du chômage: d'un côté, le nombre des personnes bénéficiant d'un revenu intérimaire a augmenté et de l'autre, celui des personnes qui se sont inscrites au chômage a diminué. Le nombre des personnes qui ont retrouvé un emploi est par contre resté quasiment stable. Compte tenu des effets statistiques, le taux de chômage devrait s'inscrire, en données corrigées des variations saisonnières, à 4,7% en juin.

Durée du chômage Graphique 25



Source pour graphiques 23 à 25: OFS

## 5. Prix

### 5.1 Prix à la consommation

#### Prix stables au deuxième trimestre...

Les prix à la consommation sont stables depuis le début de 1998. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement s'est établi à 0,1% au deuxième trimestre, contre 0% à la période précédente. Tant les marchandises que les services ont renchéri de 0,1% en moyenne.

Du côté des marchandises, les prix ont augmenté dans l'alimentation et les boissons ainsi que dans l'habillement et les chaussures, alors que ceux de l'essence et du mazout ont diminué. Les services privés ont renchéri plus fortement (0,3%) qu'au premier trimestre. Les prix des forfaits vacances ont notamment haussé d'une année à l'autre. Les loyers ont également dépassé légèrement le niveau observé en 1997.

Le recul des prix s'est en revanche accéléré dans les services publics, où il était de 0,8% au deuxième trimestre, contre 0,5% au premier trimestre. Les télécommunications, qui représentent près de 14% des services publics, ont une nouvelle fois vu leur prix diminuer de quelque 10% en l'espace d'une année. Dans le domaine de la santé, le renchérissement a régressé, passant de 0,6% à 0,3% d'un trimestre à l'autre. Ce tassement s'explique par le repli des prix des médicaments, des soins médicaux et des prestations hospitalières.

La baisse des prix des marchandises importées a ralenti pour s'inscrire à 0,3%. D'une part, celle du

prix du pétrole a été moins forte qu'au premier trimestre et, d'autre part, le franc suisse s'est déprécié légèrement depuis le début de l'année. Le renchérissement des marchandises suisses s'est maintenu à 0,2%. Depuis le mois de janvier 1998, il est ainsi de nouveau quelque peu supérieur à celui des marchandises importées.

#### ...de même qu'en juillet et en août

En juillet et en août, le renchérissement est resté à 0,1%. Dans les services, il s'est inscrit à 0,1% et à 0,5%. Les prix des services privés ont haussé plus fortement qu'au deuxième trimestre, soit de 0,4% et de 0,5%. Ceux des marchandises ont en revanche diminué, en raison surtout de la baisse des prix du pétrole. Les marchandises suisses ont renchéri de 0,2% et de 0,5%, tandis que les prix des marchandises étrangères se sont repliés de 0,3% et de 0,8%.

### 5.2 Prix de l'offre totale

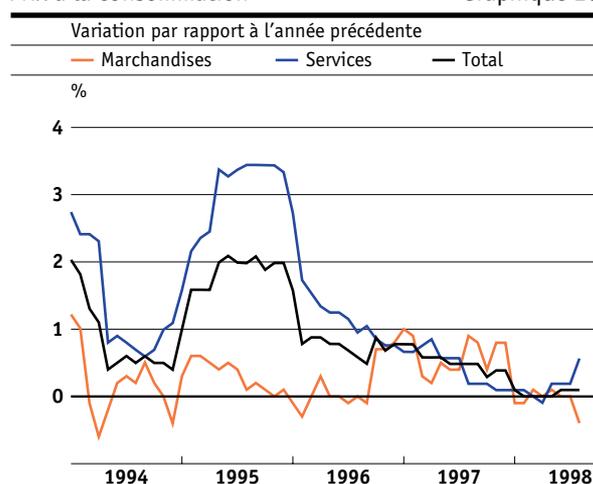
#### Prix de l'offre totale en recul

Le recul des prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) s'est nettement accéléré depuis le début de l'année. Il était de 1,1% au deuxième trimestre, contre 0,2% au premier trimestre.

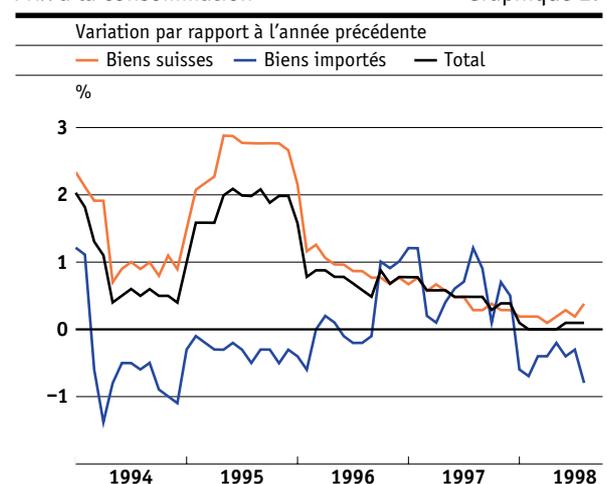
#### Baisse des prix à l'importation...

Après avoir augmenté de 0,8% durant les trois premiers mois de 1998, les prix à l'importation ont diminué de 1,3% au deuxième trimestre. Ils se sont repliés le plus fortement dans les matières premières,

Prix à la consommation Graphique 26



Prix à la consommation Graphique 27



Source pour graphiques 26 et 27:  
OFS

soit de près de 7% en moyenne; un taux de croissance à deux chiffres avait été observé en 1997. Les matières premières n'entrent cependant que pour 6% environ dans la composition de l'indice des prix à l'importation. Les prix des produits semi-finis, des biens d'équipement et des biens de consommation ont eux aussi reculé. Ceux des produits semi-finis en particulier avaient encore marqué une nette hausse au premier trimestre. Du côté des biens d'équipement, la baisse est de nouveau imputable à la chute des prix des ordinateurs. En juillet et en août, les prix à l'importation ont diminué de respectivement 1,9% et 3,3% par rapport aux mois correspondants de 1997.

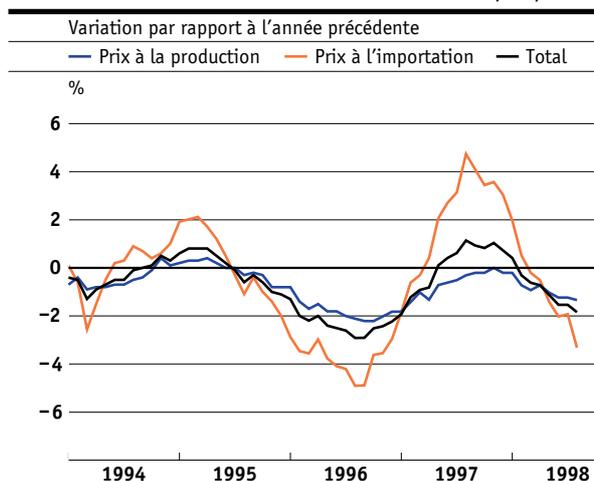
#### ...et accélération de la diminution des prix à la production

La baisse des prix à la production s'est accélérée depuis la fin de 1997. Le plus net recul a été enregistré dans les matières premières et le deuxième plus important, dans les produits semi-finis. Après avoir encore augmenté au premier trimestre, les prix des biens de consommation se sont eux aussi repliés. Par contre, ceux des biens d'équipement ont, pour la première fois depuis deux ans, légèrement haussé. Ce mouvement est probablement dû, en partie, à la forte demande suisse et étrangère de biens d'équipement. En juillet comme en août, le recul des prix à la production s'est inscrit à 1,3%.

## 5.3 Perspectives en matière de renchérissement

Les perspectives en matière de renchérissement demeurent favorables. Du côté des marchandises notamment, aucune pression sur les prix n'est perceptible. Depuis le mois de mars, les prix des marchandises suisses qui sont destinées au marché national ont même diminué davantage que ceux des marchandises exportées. Selon l'enquête que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a menée dans l'industrie au deuxième trimestre, les entrepreneurs s'attendent à ce que la baisse des prix se poursuive en Suisse. Le recul des prix s'est accéléré sur les marchés des matières premières; la tendance ne devrait pas s'inverser dans les mois à venir. En ce qui concerne les services, il est plus difficile de prévoir l'évolution des prix. Les mesures de déréglementation prises par l'Etat, plus particulièrement dans le domaine des télécommunications et de la santé, influent en effet sur les prix des services publics. Dans les services privés, les loyers notamment n'ont presque pas varié. Une reprise du renchérissement ne se dessine toujours pas sur le marché de l'immobilier. Dans les autres services privés, dont la part entre pour 20% environ dans la composition de l'indice des prix à la consommation, la hausse des prix s'est quelque peu renforcée depuis le mois de mai.

Prix de l'offre totale Graphique 28



Source: OFS

# Le repo, un nouvel instrument de politique monétaire

Philippe Cottier, Direction des opérations de change  
Banque nationale suisse

L'auteur remercie Katrin Alig pour ses nombreux  
commentaires et suggestions.

Le 20 avril 1998, la Banque nationale suisse a conclu ses premières opérations de *repo*<sup>1</sup>, c'est-à-dire qu'elle a fourni des fonds à ses partenaires, pour une durée fixe, contre des titres mis en pension chez elle. Si les repos sont établis depuis longtemps à l'étranger, l'instrument est nouveau sur le marché monétaire suisse. La Suisse est en train de combler son retard et de développer une infrastructure extrêmement performante pour le négoce, le règlement et la gestion des repos. La Banque nationale a été un des principaux promoteurs de cet instrument en Suisse.

Le présent article étudie d'abord les caractéristiques du repo et les circonstances de l'émergence d'un marché suisse. Après cette partie générale, il se concentre sur les repos de la Banque nationale et explique les raisons qui l'ont incitée à introduire cet instrument, la procédure de conclusion, les titres qu'elle accepte et le volume de ses opérations. Il présente ensuite le projet de négoce électronique des repos et décrit le système suisse de livraison automatique des titres avec paiement simultané des fonds, système qui en outre procède automatiquement à des ajustements afin de limiter le risque pendant la durée du repo<sup>2</sup>. La dernière partie, consacrée aux bases juridiques des repos en Suisse, montre que les autorités ont procédé à diverses adaptations du droit en vigueur afin de favoriser le développement de ce marché.

## 1. Caractéristiques du repo

Un repo consiste en une vente de titres avec, simultanément, l'engagement de les racheter à une date ultérieure. Le prix à terme se calcule au moyen du prix au comptant et d'un taux d'intérêt. Les repos correspondent à un crédit couvert, mais ils ont en outre deux traits particuliers. D'abord, si la valeur des titres fluctue durant la durée du repo, le partenaire qui a prêté les fonds est soit trop couvert, soit pas assez; on procède alors à un appel de marge, c'est-à-dire qu'on transfère des titres ou des fonds afin de compenser la différence. Une autre caractéristique est que le propriétaire original reste l'ayant droit économique des titres; donc d'éventuels intérêts ou dividendes échus pendant la durée du repo doivent lui être transmis.

Il existe deux genres de repos, le *general collateral* et le *special*. Au moment de la conclusion d'un *general collateral*, on ne spécifie pas exactement quels titres seront livrés; celui qui emprunte les fonds a le droit de choisir dans un panier défini préalable-

ment. C'est un besoin de financement qui suscite la conclusion d'un *general collateral*: une partie est à la recherche de fonds, et l'autre désireuse de placer un surplus. En revanche, c'est le besoin d'un titre particulier qui est à l'origine d'un *special*; dès lors, le titre à livrer est un élément essentiel à la conclusion. Le prix est le taux d'intérêt pour un *general collateral* de même durée, moins la commission spéciale pour l'emprunt du titre. Celui qui prête le titre désire dégager un revenu additionnel. L'autre partie l'emprunte parce qu'elle doit le livrer à un tiers; grâce au *special*, elle peut remettre l'achat du titre à plus tard, à un moment où le cours sera peut-être plus avantageux. Sur le marché suisse, les deux types d'opérations sont possibles et largement automatisées. La Banque nationale, dans ses opérations de politique monétaire, utilise le repo *general collateral*.

Le repo est avantageux à plusieurs égards. D'abord, il offre une plus grande sécurité: les titres et les liquidités que l'on prête sont couverts. De ce fait, le taux d'intérêt à payer pour obtenir des liquidités au moyen d'un repo est inférieur à celui des dépôts non couverts classiques. Cette sécurité permet aussi de conclure des opérations avec des instituts qui étaient considérés comme trop peu solvables pour leur accorder des avances non couvertes. En outre, les repos ne requièrent, selon la législation bancaire suisse, pratiquement pas de fonds propres, ce qui leur assure un avantage par rapport aux avances en blanc. Les repos interbancaires bénéficient enfin d'un traitement favorable en ce qui concerne les exigences de liquidité.

1 Le terme français est prise ou mise en pension de titres, mais nous préférons utiliser le terme courant *repo* qui est une abréviation de l'anglais *repurchase agreement*, ou accord de rachat.

2 Pour plus de détails, voir le guide de Roger Wechsler, *Les mises et prises en pension de titres, une innovation sur la place financière suisse*, mai 1998, publié par la SEGA/INTERSETTLE/BNS/SWX/ASB.

## 2. Emergence d'un marché repo suisse

Malgré ses avantages, le repo n'est apparu en Suisse qu'en avril 1998. Jusqu'au début 1997, l'opération était considérée du point de vue fiscal comme un achat et vente de titres et était soumise au droit de timbre de négociation, ce qui la rendait inintéressante. En même temps que le changement de pratique des autorités fiscales, un autre facteur est venu stimuler l'émergence d'un marché suisse pour les repos, à savoir la volonté de la BNS de se servir de cet instrument. La révision de 1997 de la loi sur la Banque nationale l'a autorisée à conclure des repos.

La centrale suisse de clearing des titres, la SEGA, a senti qu'il y avait là un créneau inoccupé et que, grâce à l'introduction des repos par la Banque nationale, elle pourrait partir avec un chiffre d'affaires minimum assuré. Les repos sont en effet des opérations très complexes et il y a une demande, y compris du côté de la Banque nationale, pour une automatisation des procédures. La SEGA pour sa part dispose déjà d'une infrastructure très avancée qu'elle a pu partiellement réutiliser pour les repos. Le système développé par la SEGA est unique en ce sens qu'une fois l'opération conclue, aucune intervention manuelle ne sera plus nécessaire pendant toute la durée du repo. Le but est que les opérateurs concluent leur repo à l'écran, par une simple instruction donnée à l'ordinateur, et que tout soit transmis et réglé automatiquement.

La Banque nationale a travaillé étroitement avec la SEGA dans le développement du projet et a clairement signalé aux participants au marché monétaire son intention de se servir de cet instrument, ce qu'elle a fait dès que la SEGA a mis son système à disposition. Dans les premiers mois du marché suisse des repos, presque toutes les opérations ont été conclues entre la BNS et ses partenaires. Toutefois, le système développé par la SEGA est conçu en premier lieu pour des transactions entre banques. La Banque nationale a voulu que les repos ne soient pas réservés à l'usage de la politique monétaire. Elle

aurait pu exiger des banques qu'elles déposent des titres en permanence chez elle, et en concluant des repos elle aurait ajouté la propriété de ces titres à leur possession. Elle se serait ainsi passée des services de la SEGA, mais elle aurait concentré chez elle une part importante des titres de bonne qualité, ce qui aurait menacé d'étouffer le marché interbancaire. Or c'est aussi dans son intérêt que le marché interbancaire suisse remplace les opérations non couvertes par des transactions plus sûres.

## 3. Motifs de la BNS

Ce sont des considérations relatives à la mise en œuvre de la politique monétaire qui ont conduit la BNS à introduire ce nouvel instrument. Il n'y a pas eu de changement dans le concept et l'orientation actuelle de la politique monétaire.

Le repo évite plusieurs inconvénients des instruments traditionnels de la BNS (les swaps de devises, les swaps de créances comptables à court terme et les replacements). Les swaps de devises<sup>3</sup> comportent un risque de règlement parce que, lors de l'opération au comptant, la Banque nationale paie les francs au début de la journée, tandis qu'elle reçoit les devises le même jour, mais à un moment indéterminé et donc vraisemblablement plus tard. Dans le cas des swaps dollars/francs, la situation est aggravée par le décalage horaire entre la Suisse et les USA. Pendant la durée du swap, elle peut aussi essayer une perte si le partenaire fait faillite et que le cours de la devise a baissé. De plus, seules les banques qui détiennent des devises peuvent traiter avec la BNS. En outre, comme le paiement des devises a lieu à l'étranger, l'opération n'est pas possible en cas de jour férié dans le pays d'origine. Les swaps de créances comptables à court terme<sup>4</sup>, qui ont disparu avec l'introduction des repos, étaient limités quant à leur potentiel et au nombre de partenaires. Avec les replacements de fonds de la Confédération<sup>5</sup>, la Banque nationale ne

3 Dans un swap de devises, la Banque nationale achète au comptant des devises (autrefois des dollars, maintenant plutôt des marks allemands) avec simultanément l'engagement de les revendre à un terme fixé. En règle générale, l'achat a lieu *spot*, soit deux jours ouvrables après la conclusion, et la durée des swaps de devises est de un à trois mois. Pendant la durée du swap, la BNS met ainsi des francs suisses à la disposition des banques, ce qui augmente la masse monétaire. Les swaps sont en

général renouvelés, à moins qu'ils n'aient été conclus pour augmenter passagèrement la masse monétaire, par exemple lors de la période de Noël et de fin d'année. Les francs suisses sont payés sur le compte du partenaire auprès de la BNS, et les devises sur le compte de la BNS auprès d'un correspondant, Fed pour les dollars et Bundesbank pour les marks. A la fin du swap, la BNS débite ses partenaires du montant en francs suisses et donne l'ordre à son correspondant de retransférer les devises au correspondant de son partenaire.

4 Les créances comptables à court terme (CCCT) sont des titres dématérialisés émis en série par la Confédération et certains cantons, pour une durée se situant généralement entre 3 et 12 mois, et dont la rémunération est fixée au moyen d'un escompte. Jusqu'en mai 1998, la BNS concluait des swaps sur CCCT, c'est-à-dire qu'elle les achetait au comptant et les revendait à terme. L'opération était semblable à un repo, sauf qu'il n'y avait pas d'appel de marge et que les titres devaient, même avant la conclusion du swap, se trouver en dépôt auprès de la Banque nationale. Les CCCT restent utilisables dans les repos avec la Banque nationale.

5 Si des fonds quittent les comptes des banques pour s'accumuler sur le compte de la Confédération, celle-ci place l'argent à terme auprès de la BNS et cette dernière a le droit de replacer les fonds auprès des banques. Les durées se situent entre 1 jour et 2 ans. Comme les replacements sont des dépôts non couverts et qu'ils se font au risque de la Confédération, celle-ci fixe des limites par partenaire. Les replacements permettent de compenser une diminution de la masse monétaire (le compte de la Confédération n'est pas inclus dans la masse monétaire).

fait que compenser une perte de liquidité, elle n'en crée pas. Elle est en outre restreinte par les limites que la Confédération fixe pour les banques auprès desquelles s'effectuent les replacements. Le repo en revanche est un instrument pratiquement sans risques, au potentiel de liquidité élevé et qui devrait être accessible à la plupart des banques.

Un objectif primordial de la BNS, en introduisant ce nouveau type d'opérations, est d'élargir le nombre de ses partenaires, afin que les banques moyennes et petites aient la possibilité de se refinancer directement auprès de l'institut d'émission. C'est pourquoi la Banque nationale a fixé un seuil très bas pour ses repos: elle est disposée à conclure une opération à partir d'un million de francs.

#### 4. Conclure avec la BNS

La Banque nationale mène ses opérations de politique monétaire sous forme d'enchères à 9 heures du matin, ou plus tard dans la journée bilatéralement. Pour les enchères, les banques intéressées appellent la Direction des opérations de change à 9 heures exactement, et celle-ci indique pour quelles opérations la BNS demande des offres:

- Swaps de devises: la BNS indique la monnaie à échanger contre des francs suisses, la durée et le prix<sup>6</sup>;
- Replacements: la BNS indique la durée et le prix;
- Repos: la BNS indique la durée et le prix<sup>7</sup>.

Les enchères de la Banque nationale portent ainsi sur la quantité et non sur le prix qui est fixé par avance. La BNS n'est pas tenue de procéder à des enchères chaque jour et le fait selon ses besoins. Elle n'est pas non plus obligée d'offrir les trois opérations. La plupart du temps, elle offre seulement un type d'opération, généralement le repo. Il arrive aussi qu'elle mette à disposition plusieurs durées pour le même type d'opération, par exemple un repo *overnight+tom/next* et un repo une semaine<sup>8</sup>. Les durées des repos par enchères ne sont pas toujours identiques et varient d'*overnight* à plusieurs mois selon les besoins de la politique monétaire.

Après avoir pris connaissance des conditions, les partenaires peuvent soit renoncer soit faire une offre portant sur un montant en millions, de francs suisses pour les replacements et les repos, ou de monnaie étrangère pour les swaps de devises. L'offre est acceptée entièrement ou partiellement, suivant que le total des offres est en dessous ou au-dessus de l'objectif de la BNS. L'opération est alors conclue dans ses éléments essentiels. Pour les swaps de devises et les repos, des détails doivent encore être fixés, si bien que la Banque nationale et ses partenaires se recontactent quelques minutes plus tard<sup>9</sup>. Pour les repos *general collateral*, à partir d'octobre 1998, les détails seront déterminés automatiquement par le système électronique de la SEGA. Les repos portant sur de gros montants sont répartis en tranches de 100 millions au maximum afin d'éviter qu'un ordre important ne bloque le système. Si les swaps de devises et les replacements doivent être confirmés par écrit le même jour, les repos quant à eux ne requièrent pas de confirmation pour autant que la SEGA ait pu concilier les ordres des deux partenaires.

La procédure actuelle pour les enchères oblige les banques à appeler toutes en même temps la Banque nationale. Avec l'accroissement du nombre de partenaires, il pourrait s'avérer préférable que la BNS publie ses conditions au travers des moyens de communication électroniques tels que Reuters ou Telerate. Lorsque le marché repo électronique sera mis en place, la BNS s'en servira probablement pour communiquer ses conditions et recevoir les offres des banques.

6 Le prix d'un swap de devises exprime la différence entre le cours au comptant et le cours à terme. Le cours au comptant est celui du marché. Un prix de -34 signifie qu'avec un cours au comptant p. ex. de 84.34, le cours à terme sera 84.00, indépendamment du cours du marché ce jour-là. Le prix est calculé au moyen de la différence sur les taux d'intérêt entre les deux monnaies.

7 Par exemple «nous offrons de la liquidité au moyen de repos, du 14 au 16 juillet 1998, à 1.80% par an».

8 *Overnight* signifie que l'argent est prêté aujourd'hui et rendu le jour ouvrable suivant. *Tom/next* signifie que l'argent est prêté le jour ouvrable suivant (*tomorrow*) et rendu un jour après (*next*). Une semaine commence à *spot* (deux jours ouvrables après le jour de conclusion) et se termine une semaine (de calendrier) plus tard.

9 Dans le swap de devises, il faut fixer encore le cours d'achat exact et les correspondants auprès desquels les paiements en monnaie étrangère auront lieu; le cours d'achat exact est un détail parce qu'il n'y a, sauf problème, pas de risque de change vu que les devises sont revendues à terme. Dans le repo, il faut indiquer

quels titres seront livrés (pour un *general collateral*) et quel est le prix d'achat. Le prix d'achat est le cours en bourse actuel, plus les intérêts courus, ou, pour les créances comptables à court terme, l'évaluation publiée par la BNS sur les pages Reuters SNB13 et SNB14. Le prix de rachat se calcule avec le prix d'achat augmenté de l'intérêt repo. Les parties doivent s'assurer que leurs calculs du prix de rachat concordent.

Plus tard dans la journée, la Banque nationale peut également conclure des repos ou d'autres transactions sur une base bilatérale. Les taux et les durées des opérations bilatérales peuvent différer de ceux annoncés lors des enchères. La Banque nationale ne conclut que si cela est nécessaire à la politique monétaire<sup>10</sup>, il n'y a donc pas de repo disponible en permanence. La seule source de liquidité que les banques peuvent utiliser à volonté est leur limite pour les avances sur nantissement<sup>11</sup>, dont le taux est supérieur de 2% au taux du marché. A partir de l'automne 1998, le système de la SEGA permettra aussi des repos *intraday*, c'est-à-dire que les fonds sont mis à disposition seulement pour quelques heures et doivent être remboursés avant la fin de la journée. La Banque nationale offrira peut-être ce genre de facilité.

La BNS a pour principe de conclure ses opérations aux prix du marché, mais évidemment elle influence par ses actions la formation des prix. Avec la généralisation des repos, les taux pour les *general collateral repos* deviendront probablement la référence sur le marché monétaire et la Banque nationale conclura ses opérations au taux actuel. Pour le moment, la BNS ne prévoit pas de donner au taux de ses repos un rôle d'indicateur de ses intentions. Il faudrait d'ailleurs pour cela qu'elle offre toujours la même durée, ce qui n'est pas le cas. La BNS ne publie pas le résultat de ses enchères.

10 Leo Schürmann, *La loi sur la Banque nationale*, éd. Stämpfli, Berne 1980, §6 du commentaire de l'art.14.

11 Art. 14 ch. 4 de la loi sur la Banque nationale. Le taux des avances sur nantissement varie chaque jour et est publié sur les pages Reuters SNB01 et Telerate 8629. Il est calculé sur la base de la moyenne des taux observés sur le marché monétaire, les deux jours précédents, pour l'argent au jour le jour. La moyenne est arrondie au huitième de point.

12 Art.14 LBN: «La Banque nationale est autorisée à effectuer les opérations suivantes:

1. ...  
2. Achat et vente ainsi que prise et mise en pension de bons du trésor et d'obligations de la Confédération, de créances inscrites au livre de la dette de la Confédération, d'obligations des cantons et des banques cantonales au sens de la loi sur les banques, de lettres de gage émises par les centrales suisses de lettres de gage, d'obligations facilement négociables d'autres banques suisses et de communes;

## 5. Le panier BNS

Pour obtenir des liquidités au moyen d'un repo, les banques doivent vendre des titres à la BNS. Celle-ci n'accepte pas n'importe quel papier. Elle est restreinte en particulier par les dispositions de la loi<sup>12</sup>. Elle a défini un panier de titres qu'elle est prête à accepter. Les partenaires savent ainsi que s'ils concluent un repo *general collateral*, ils peuvent livrer n'importe lequel des titres figurant dans le panier. Les titres acceptables sont identifiés par leur ISIN<sup>13</sup>. La Banque nationale tient à jour une liste et communique immédiatement toute modification à la SEGA.

Actuellement, le panier BNS est défini selon les critères suivants:

1. Les titres doivent être libellés en francs suisses. La libération, les paiements d'intérêts et le remboursement doivent se faire en francs suisses.

2. Les titres doivent être négociables auprès d'une bourse reconnue ou sur un marché représentatif<sup>14</sup> et livrables par la SEGA ou INTERSETTLE.

3. Seules sont admises les émissions qui atteignent un montant de 100 millions de francs, afin d'avoir un minimum de liquidité. Avec des émissions de moins de 100 millions, il arrive fréquemment que le dernier prix date trop pour être représentatif.

4. La BNS accepte les catégories de titres suivantes:

- emprunts obligataires classiques
- emprunts obligataires à taux variable
- emprunts obligataires à option, sans l'option
- créances comptables à court terme (CCCT)

Les emprunts de rang subordonné et les obligations convertibles ne sont pas admis. Les bons émis par la BNS elle-même selon l'art. 14 ch. 2<sup>bis</sup> de la loi ne sont pas mentionnés dans le panier parce que la BNS n'en a plus émis depuis le début des années 1980.

2<sup>bis</sup>. Emission et rachat ainsi que prise et mise en pension de ses propres bons, productifs d'intérêt, à deux ans d'échéance au plus, en tant que l'exige la politique d'open market;

3. Achat et vente (au comptant ou à terme) ainsi que prise et mise en pension d'effets de change et de chèques sur l'étranger portant au moins deux signatures qui offrent chacune toute garantie de solvabilité, à six mois d'échéance au plus,

d'obligations facilement négociables d'Etats étrangers, d'organisations internationales ou de banques étrangères, d'autres avoirs sur l'étranger, à douze mois d'échéance au plus, de produits dérivés (options, futures, forward rate agreements), en tant qu'ils sont utilisés pour la gestion des risques de marché inhérents aux créances détenues sur l'étranger;

13 International Security Identification Number.

14 Cette exigence provient de l'art. 12g de l'ordonnance sur les banques.

5. La BNS accepte les débiteurs suivants<sup>15</sup>:

- Confédération
- cantons
- autres débiteurs avec garantie explicite de la Confédération ou d'un canton
- communes suisses, y compris leurs centrales d'émission
- centrales suisses de lettres de gage
- Etats étrangers (administrations centrales) avec un *rating* minimum
- autres débiteurs avec garantie explicite d'un Etat étranger, avec un *rating* minimum
- organisations internationales avec un *rating* minimum
- banques étrangères avec un *rating* minimum.

Le *rating* minimum pour les débiteurs étrangers est «A» (Standard & Poors) ou «A2» (Moody's). Les titres qui n'ont que le *rating* minimum ne sont plus acceptés lorsqu'un déclassement est envisagé. La Banque nationale n'accepte pas les obligations de banques suisses, parce qu'elle ne veut pas accorder des crédits au système bancaire suisse en prenant pour garantie des obligations de ce même système bancaire. Le partenaire qui emprunte de l'argent au moyen d'un repo ne peut livrer des titres émis par lui-même ou par des entreprises faisant partie de la même entité économique. A partir d'une participation de 20%, une entreprise est réputée faire partie de la même entité économique. Cette règle ne s'applique toutefois pas aux participations aux centrales de lettres de gage.

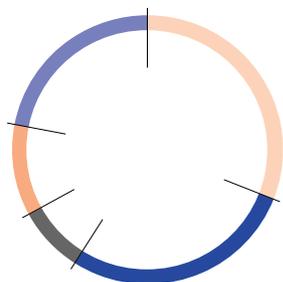
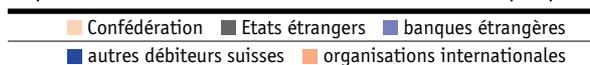
Le graphique 1 présente le panier BNS réparti selon les débiteurs. Les titres pouvant faire partie du panier BNS totalisent environ 180 milliards de francs suisses. Le panier a été défini de manière assez large pour qu'il puisse servir aussi aux *general collaterals* entre banques, ceci afin d'éviter que plusieurs paniers se fassent concurrence. La grande majorité de ces titres se trouvent dans les dépôts des clients, si bien que les banques doivent souvent les emprunter avant de conclure un repo. La BNS comme les autres participants au marché acceptent, en garantie de leurs repos, des titres empruntés.

Dans la pratique des premiers mois, les banques ont livré principalement des titres de la Confédération (créances comptables à court terme et obligations), vraisemblablement parce qu'elles en détiennent des blocs plus importants. Comme chaque catégorie de titres fait l'objet d'un repo séparé dans la première version du système, il est plus rapide de livrer un seul bloc plutôt que plusieurs catégories de titres différentes. Toutefois, à partir d'octobre 1998, le processus de sélection automatique des titres GCselect devrait permettre de livrer de plus petits blocs vu qu'il ne sera plus nécessaire de passer une transaction séparée pour chaque catégorie de titres.

Lorsque le système repo de la SEGA le permettra, la BNS élargira probablement son panier et acceptera des titres libellés en monnaie étrangère, pour autant que la livraison puisse avoir lieu au même instant que le paiement des francs. Ceci devrait permettre aux partenaires étrangers, qui souvent ne détiennent pas de titres en francs suisses, de joindre le marché repo suisse.

Le panier BNS

Graphique 1



15 Les débiteurs suisses sont mentionnés au chiffre 2, les débiteurs étrangers au chiffre 3 de l'article 14 de la loi sur la Banque nationale.

## 6. Volume des repos de la BNS

Le montant total des repos en cours de la BNS a progressé rapidement dans les premières semaines et fluctue depuis juillet 1998 entre 8 et 12 milliards de francs. La progression rapide illustrée par le graphique 2 montre la volonté de la Banque nationale de mettre l'accent sur le nouvel instrument.

Pour l'instant, la Banque nationale n'a utilisé les repos que pour créer de la liquidité. Le besoin d'injecter de la liquidité apparaît fréquemment parce qu'une grande partie de la masse monétaire est créée sur une base temporaire, par des repos, des swaps et des replacements. A l'échéance d'une opération, il faut la renouveler sans quoi la masse monétaire diminue. Les fluctuations saisonnières dans la demande de comptes de virements et surtout de billets de banques ainsi que les paiements sur le compte de la Confédération obligent également la Banque nationale à procéder à des opérations destinées à stabiliser les comptes de virements des banques. Bien que le besoin ne s'en soit pas fait sentir jusqu'à présent, il est aussi possible de résorber de la liquidité au moyen de repos. La Banque nationale doit simplement disposer de titres acceptables.

Comme le montre le graphique 3, les repos sont devenus l'instrument principal de la Banque nationale.

## 7. Négoce électronique

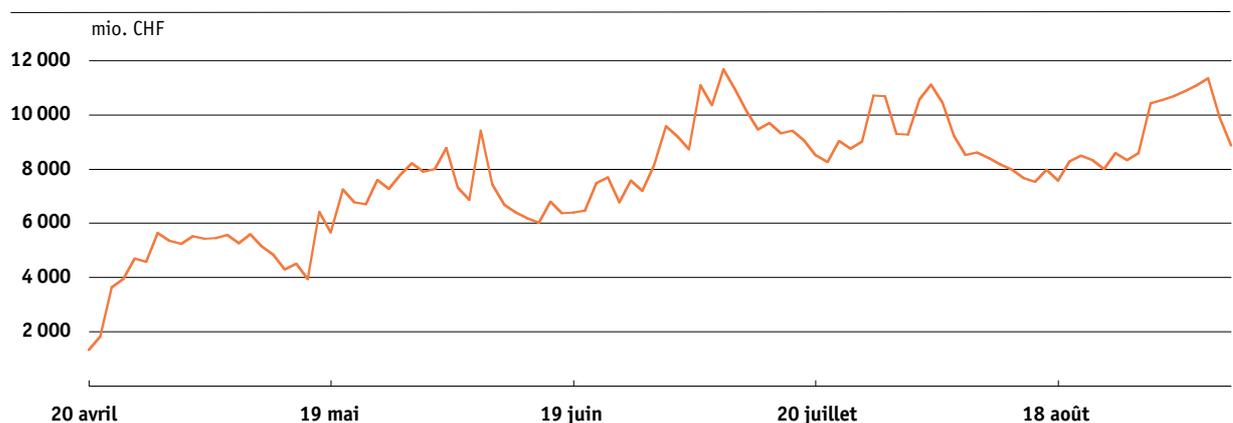
Le négoce des repos en Suisse se fait pour l'instant par téléphone. A partir de 1999 toutefois, la Bourse suisse mettra à disposition une plate-forme pour le négoce électronique des repos. La plate-forme repo sera indépendante du négoce de titres, si bien que la participation ne sera pas limitée aux membres de la Bourse suisse et qu'aucune finance d'entrée ne sera perçue. Les services de la Bourse suisse ne seront pas restreints au marché suisse des repos. Les partenaires étrangers pourront participer, des monnaies étrangères seront aussi traitées et le système sera ouvert à des participants qui ne sont pas membres de la SEGA ou INTERSETTLE. L'introduction du négoce électronique est prévue en deux phases:

### a) Off market

Un système *off market* sera d'abord mis en place. La banque désirant conclure un repo transmet une demande d'offres à un, plusieurs ou tous les participants. Les instituts intéressés envoient alors des offres fermes que la banque peut accepter en tout ou partie, rejeter ou ignorer; elle peut aussi faire une contre-offre. La validité des offres est limitée dans le temps. Lorsqu'une offre est acceptée, les données sont transmises automatiquement à la SEGA (pour autant que le règlement se fasse par elle), ce qui évite aux partenaires de devoir saisir l'opération à nouveau. La Banque nationale se servira probablement de ce système pour ses enchères.

Volume des repos de la BNS

Graphique 2



## b) On market

Dans une deuxième phase, un système *on market* fera se rencontrer automatiquement l'offre et la demande pour des contrats standardisés. Les banques introduiront leurs offres dans le système, celui-ci vérifiera s'il existe des partenaires disposés à traiter au prix limite proposé ou à un prix plus favorable, et assurera une conclusion automatique au prix le plus avantageux. En cas de pluralité d'offres au même prix, la plus ancienne l'emporte. Des conclusions partielles sont possibles, à moins d'avoir spécifié que l'on veut tout ou rien. Les auteurs des offres resteront anonymes jusqu'à la conclusion, mais le système affichera le total des offres pour chaque prix, si bien qu'il sera toujours possible de voir où se situe le taux du marché. Le négoce électronique sera aussi muni d'un système de limites. Ainsi, les participants ne seront pas forcés d'entrer en relation avec des partenaires non désirés ou de conclure des montants importants avec des partenaires de faible taille.

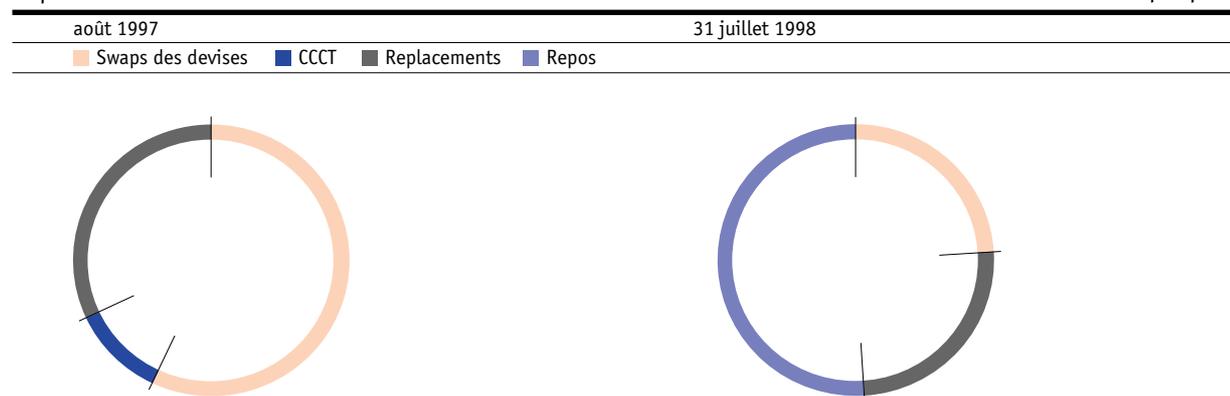
## 8. Paiement des fonds et livraison des titres

La Banque nationale recourt au système informatique SECOM de la SEGA<sup>16</sup> pour le règlement de ses repos. Grâce au lien entre SECOM et le système de paiement interbancaire SIC<sup>17</sup>, le paiement et le transfert des titres ont lieu simultanément, trait pour trait. Les fonds sont crédités sur le compte SIC de l'emprunteur de fonds, et les titres sont comptabilisés par SECOM dans le dépôt du prêteur de fonds à la SEGA. Ainsi, le risque de règlement disparaît. La Banque nationale en a fait une condition essentielle pour l'utilisation du repo. Le règlement commence dès la conciliation des ordres par SECOM pour les repos dont la transaction d'ouverture a lieu le même jour. Pour les repos conclus un jour précédent, le processus de règlement commence à 8 heures du matin, donc après le traitement de la majorité des paiements de faible montant. Ainsi, on évite que les repos, qui ont un degré de priorité élevé dans le SIC et portent sur des sommes importantes, ne perturbent la séquence de règlement.

A partir du 26 octobre 1998, il ne sera plus nécessaire, dans un repo *general collateral*, de spécifier au moment de la conclusion quels titres seront livrés. Les banques marqueront, dans leur dépôt de titres à la SEGA, ceux qu'elles sont prêtes à donner en repo. Elles ne mettront donc pas à disposition l'ensemble de leur dépôt, mais seulement les titres dont elles n'ont pas besoin dans l'immédiat. Elles pourront aussi limiter le marquage à une partie d'une position (p. ex., une banque détient 100 millions de Confédération 6,25 % 2003 mais n'en marque que 70 millions). Le marquage sera limité dans le temps. Les

Importance relative des instruments de la BNS

Graphique 3



16 SECOM = SEGA Communication System. La SEGA est une entreprise commune aux banques suisses fondée en 1970; c'est elle qui a la garde de la plupart des titres en francs suisses et qui effectue les transferts de titres entre banques.

17 SIC = Swiss Interbank Clearing. Contrairement à son nom, le SIC n'est pas un clearing mais un système de paiements bruts en temps réel. Les paiements ne

sont effectués que lorsque la couverture est suffisante, et ils sont définitifs. Le SIC utilise, pour les paiements en francs suisses, les comptes de virements des banques auprès de la Banque nationale suisse.

titres ne peuvent de toute manière pas être utilisés au-delà de leur échéance, mais les banques auront la possibilité de ramener la disponibilité à une durée plus courte. Après la conclusion du repo, les partenaires feront parvenir leurs instructions au système SECOM et celui-ci enclenchera un programme spécial, nommé GCselect, qui choisira automatiquement les titres à transférer. Le choix comprendra plusieurs étapes. D'abord, le GCselect groupera tous les titres marqués acceptables, en excluant les titres sur lesquels un intérêt ou un dividende soumis à un impôt anticipé devrait être versé pendant la durée du repo<sup>18</sup>. Ensuite, il classera les titres selon deux classes de priorité, à savoir la durée du marquage et le volume de la position. Le GCselect choisira de préférence des titres marqués pour une brève période, afin de ne pas bloquer ceux qui sont disponibles à long terme dans des repos de courte durée. En ce qui concerne le volume, le GCselect essaiera d'éviter que trop de titres différents soient transférés en couverture d'un repo, il accordera donc la priorité aux plus grosses positions.

Le traitement de contrats *general collateral* standardisés fera partie des services offerts par la SEGA. Ces contrats auront chacun un numéro ISIN, indépendant des titres donnés en repo. Sont prévus *intraday*, *overnight*, *tom/next*, *spot/next*, une semaine, deux semaines, ainsi que des repos échéant aux dates IMM<sup>19</sup> jusqu'à une année. Il suffira d'indiquer à la SEGA le numéro ISIN du contrat. Grâce au GCselect et aux contrats standardisés, la conclusion d'un repo sera aussi simple que celle d'un dépôt non couvert. La Banque nationale conclura une bonne partie de ses repos au moyen de contrats standardisés.

Le prêteur de fonds devient propriétaire légal des titres obtenus par un repo. Il peut en disposer librement en les réutilisant dans un autre repo (comme emprunteur de fonds cette fois-ci) ou en les revendant, ce qui bien sûr l'obligera à les racheter au plus tard à l'échéance du repo. La réutilisation dans d'autres repos a un effet multiplicateur sur un panier utilisé en *general collateral*. Il est peu probable que la Banque nationale réutilisera les titres obtenus en repo, d'une part parce que sauf exception, elle ne va pas annuler l'effet d'une de ses opérations par une opération en sens contraire, et d'autre part parce qu'elle dispose d'un portefeuille de titres propres suffisant. Le système SECOM permet aussi la substitution de titres pendant la durée du repo, mais il faut que le prêteur de fonds ait accordé ce droit explicitement, les contrats standard ne le prévoient pas.

Si un paiement d'intérêts, un dividende ou un autre revenu sur les titres échoit pendant la durée du repo, c'est le propriétaire légal qui le reçoit. Mais, d'après le principe du repo, ces revenus doivent être transmis au propriétaire originel des titres, qui reste l'ayant droit économique. Si le prêteur de fonds a vendu les titres, il doit procurer à l'emprunteur de fonds une prestation équivalente; il n'essuie pas de perte, parce que le prix de vente tenait compte des revenus attendus. Pour les opérations de gestion les plus courantes, le SECOM assure un versement automatique au bénéficiaire économique. L'emprunteur de fonds est ainsi mieux assuré que les revenus lui parviendront effectivement, et la tâche du prêteur de fonds est allégée.

Le remboursement du repo est déclenché automatiquement à l'échéance dès 8 heures du matin par SECOM, pour autant bien sûr que les titres et les fonds soient disponibles. Les partenaires n'ont pas besoin d'entreprendre quoi que ce soit.

## 9. Gestion du risque

Le risque le plus important, dans un repo, est celui qu'un partenaire ne puisse remplir son obligation à l'échéance et que le cours des titres ait évolué dans un sens défavorable. Ce risque est réduit considérablement du fait que les repos prévoient des appels de marge, c'est-à-dire que le partenaire qui n'est pas assez couvert peut exiger de sa contrepartie une livraison de titres ou de fonds pour un montant équivalent à la différence.

La procédure commence avec une évaluation quotidienne des créances et obligations résultant de chaque repo. Les titres sont évalués à leur cours de marché, y compris l'intérêt couru, et les fonds sont augmentés de l'intérêt repo pour la durée déjà écoulée; les créances comptables à court terme n'étant pas cotées en bourse, on utilise l'évaluation de la Banque nationale. Les sommes ou titres transférés du fait d'un appel de marge précédent sont aussi pris en considération. SECOM calcule alors pour chaque participant son risque net vis-à-vis de chacun des autres participants. Un éventuel appel de marge a donc lieu non pas pour chaque repo pris individuellement, mais sur la base de l'ensemble des repos conclus entre deux partenaires. Les participants fixent unilatéralement une limite maximale à leur risque net vis-à-vis de chacun de leurs partenaires. La Banque nationale a des limites de tolérance standardisées vis-à-vis de ses partenaires. Lorsque le ris-

18 Afin d'éviter le double versement de l'impôt anticipé, voir plus bas page 45.

19 Le 3e mercredi du mois; IMM = International Monetary Market.

que net dépasse la limite fixée, l'appel de marge a lieu et la banque débitrice doit livrer des titres ou des fonds pour un montant au moins égal au risque net.

Dans les repos automatisés à partir d'octobre 1998, SECOM déclenchera automatiquement les appels de marge. Il effectuera la livraison selon l'ordre de priorité suivant:

1. En premier lieu, si la banque débitrice a reçu des fonds en tant que bénéficiaire d'un appel de marge précédent, ils sont retransférés. Cette priorité provient du fait que les fonds livrés sur appel de marge ne sont pas rémunérés.

2. Ensuite, les titres provenant d'appels de marge sont retransférés. Les titres obtenus lors d'un appel de marge restent bloqués dans le dépôt du bénéficiaire parce qu'on ne sait pas quand il faudra les retransférer.

3. En troisième lieu, des titres sont transférés. Le système transfère en priorité les titres que les participants ont réservés pour les appels de marge. En cas d'insuffisance, il a recours aux autres titres marqués pour les repos.

4. Finalement, si rien d'autre n'est possible, SECOM débite le compte SIC de la banque débitrice du montant du risque net. Cette procédure met le bénéficiaire de l'appel de marge dans une position solide vis-à-vis du débiteur.

Une autre manière d'atténuer le risque consiste à appliquer une marge de sécurité (*haircut*), par exemple lorsque les titres sont achetés à 95% de leur valeur de marché. Mais comme dans ce cas, la sécurité de l'un est le risque de l'autre, les repos standard sur le marché suisse ne prévoient pas de marge de sécurité. La Banque nationale n'en exige pas non plus.

Les contrats relatifs aux repos prévoient aussi des garanties en cas de difficultés d'un partenaire. Le repo concerné ou, dans les cas graves, l'ensemble des repos avec le partenaire fautif est liquidé. Les deux partenaires gardent les fonds et les titres (ils en deviennent alors également ayants droit économiques), une évaluation a lieu et le montant net non couvert doit être payé le jour suivant. Des intérêts moratoires peuvent être exigés<sup>20</sup>.

## 10. Fondements juridiques

Un repo peut être considéré du point de vue des partenaires au contrat, des prestataires de services pour le règlement, de la surveillance bancaire ou des autorités fiscales. Il n'est donc pas surprenant que des normes diverses soient applicables. Les considérations qui suivent se limitent au droit suisse.

20 Cette procédure est essentiellement celle prévue par le Global Master Repurchase Agreement de l'ISMA (International Securities Market Association).

### a) conclusion des repos

Il n'existe pas, dans la législation suisse, de disposition définissant le repo. La transaction est en principe soumise aux dispositions du code des obligations sur la vente. Les participants au marché repo ont toutefois réglé les repos de manière plus précise par voie contractuelle, avec le contrat cadre suisse relatif aux prises et mises en pension de titres. Il s'agit d'un contrat d'adhésion: il est le même pour tous les participants et un institut intéressé n'a pas de possibilité d'en négocier les termes. En signant une fois le contrat et en le déposant à la SEGA, le nouvel adhérent est lié vis-à-vis de tous les signataires précédents et futurs. La SEGA a la charge d'annoncer l'arrivée ou le retrait d'un participant. Ce contrat standard à signature multilatérale permet d'éviter la multiplication de contrats à contenu différent. Le contrat cadre suisse correspond pour l'essentiel au Global Master Repurchase Agreement (GMRA) qui est fréquemment employé à l'étranger ou pour des repos internationaux. Avec l'internationalisation du marché repo suisse, le GMRA pourra être aussi appliqué.

Des règles et usages complètent le contrat cadre. Par exemple, les participants au marché des repos *general collateral* sont convenus de ne pas introduire d'ordres supérieurs à un montant fixe en millions de francs suisses afin de diminuer le risque d'un blocage du système. En outre, chaque transaction individuelle peut déroger, si les partenaires le stipulent expressément, aux règles du contrat cadre.

### b) repos de la Banque nationale

La Banque nationale ne peut conclure, pour sa politique monétaire, que les opérations auxquelles elle est autorisée par la loi<sup>21</sup>. Depuis novembre 1997, l'article 14 de la loi sur la Banque nationale autorise la conclusion de repos. L'expression «mise et prise en pension» introduite lors de la révision de 1997 doit être comprise comme visant les repos<sup>22</sup>. L'article est très détaillé en ce qui concerne les valeurs que la Banque peut accepter. Cela est dû au fait que la conception de la loi est toujours celle du début du siècle, lorsque la Banque devait gagner la confiance d'un public encore peu habitué aux billets de banque en n'investissant que dans des avoirs extrêmement sûrs et à très court terme. Concernant les modalités de l'opération en revanche, la loi laisse une grande latitude à la BNS, ce qui est préférable vu que le marché repo va certainement évoluer au cours des années. Les conditions générales de la BNS sont aussi applicables<sup>23</sup>.

21 Leo Schürmann, *La loi sur la Banque nationale*, éd. Stämpfli, Berne 1980, §3 du commentaire de l'art. 14.

22 FF 1997 II 884.

23 Actuellement Recueil des conditions, C.2.3, qui renvoie à des «règles contractuelles particulières».

Lorsque la BNS conclut ses opérations, elle est liée par les principes généraux du droit public<sup>24</sup>, par exemple l'égalité de traitement et l'interdiction de l'arbitraire. La concrétisation de ces principes est souvent délicate. Ils garantissent néanmoins aux partenaires de la BNS que celle-ci ne va pas exploiter leur manque de liquidité pour maximiser son bénéfice, fixer des prix différents suivant les partenaires ou mieux servir une banque que les autres.

### c) prestataires de services

Les participants au marché repo suisse doivent signer avec la SEGA ou sa branche internationale INTERSETTLE le contrat relatif au traitement des opérations de pensions. Là aussi, il s'agit d'un contrat d'adhésion. Les conditions générales ainsi que le contrat de prestation de services (qui porte sur les services de garde et transfert de titres) de la SEGA ou INTERSETTLE sont également applicables. Mais le document le plus important pour les repos est constitué par les spécifications techniques de la SEGA/INTERSETTLE. C'est dans ces spécifications qu'on trouve le détail des prestations concernant les repos, donc le degré d'automatisation du système repo en Suisse. Elles règlent aussi en partie les droits et devoirs des parties, par exemple dans les repos standard. Les spécifications évoluent bien entendu avec le développement du projet.

Par ailleurs, lorsque le négoce électronique deviendra possible, les participants devront signer un contrat avec la Bourse suisse.

### d) réglementation bancaire

Certes, la réglementation bancaire ne concerne pas directement la Banque nationale, mais elle s'applique à ses partenaires. Dès lors, elle a aussi son importance pour les repos de l'institut d'émission.

Les conséquences des repos au point de vue des exigences en fonds propres sont réglées à l'art. 12g de l'ordonnance sur les banques. Le prêteur de fonds ne doit pas couvrir sa créance par des fonds propres; seule une éventuelle différence entre la somme du repo et la valeur boursière des titres doit être couverte comme s'il s'agissait d'une avance en blanc. Trois conditions doivent être remplies: les titres doivent être négociés auprès d'une bourse reconnue ou sur un marché représentatif, ils doivent faire l'objet d'une évaluation quotidienne au cours du marché, et des excès ou insuffisances de couverture doivent être rectifiés quotidiennement par des appels de marge. Grâce à cette disposition, les repos disposent d'un avantage par rapport au produit concurrent que sont les dépôts en blanc.

Les dispositions sur les gros risques contiennent à l'article 21i une règle analogue à celle relative aux fonds propres: seule une éventuelle différence entre la somme du repo et la valeur boursière des titres doit être prise en compte lorsque les conditions de l'article 12g sont remplies.

Les repos ont également des conséquences du point de vue des exigences relatives aux liquidités<sup>25</sup>. La Commission fédérale des banques et la Banque nationale ont publié le 28 mai 1998 une circulaire relative à la partie monétaire (la somme d'argent; ceci concerne donc l'emprunteur de fonds, qui a un engagement à court terme) des repos interbancaires. Selon cette circulaire, seul le total de tous les risques nets résultant de repos doit être pris en compte pour le calcul des exigences en matière de liquidité de caisse et de liquidité globale, lorsque toutes les conditions de l'article 12g de l'ordonnance sur les banques sont réunies. Le côté titres quant à lui est soumis aux règles générales sur les liquidités. L'emprunteur de fonds ne peut plus compter les titres comme actifs facilement réalisables, même s'il a comptabilisé le repo comme un prêt et que les titres sont demeurés dans son bilan. Le prêteur de fonds peut faire figurer les titres parmi ses actifs facilement réalisables, pour autant qu'il ait choisi un mode de comptabilisation qui les fasse apparaître dans son bilan.

La comptabilisation des repos est, suivant le chiffre 49 des Directives de la Commission fédérale des banques sur l'établissement des comptes<sup>26</sup>, possible de trois manières différentes:

- comme opération achat/vente au comptant et vente/achat à terme simultané (swap),
- comme prêt/emprunt de titres contre couverture en espèces,
- comme avance contre couverture en titres ou dépôt de fonds avec mise en gage de propres titres.

La Banque nationale comptabilise ses repos selon la troisième méthode. Dans ses situations, les repos figurent sous les rubriques «créances en francs suisses résultant de pensions de titres» et «engagements en francs suisses résultant de pensions de titres».

### e) impôts

Une circulaire de l'Administration fédérale des contributions<sup>27</sup>, entrée en vigueur au 1er janvier 1997, a précisé l'interprétation de la loi sur les droits de timbre en ce sens que les repos ne sont pas soumis au droit de timbre de négociation. L'autorité fiscale les considère maintenant comme une opération de

24 ATF 109 Ib 155.

25 Art. 15 à 20 de l'ordonnance sur les banques.

26 Du 14 décembre 1994, modifiées les 14 novembre 1996 et 22 octobre 1997.

27 S-02.140 (11.96).

financement; le paiement d'une somme d'argent a lieu en vertu d'un prêt, et les titres sont transférés en garantie de ce prêt. Pour éviter d'être soumis au droit de timbre, un repo doit remplir certaines conditions. L'emprunteur de fonds doit rester l'ayant droit économique des titres, les fluctuations du cours des titres doivent donner lieu à des appels de marge et les partenaires doivent convenir d'un taux d'intérêt repo. C'est cette circulaire, combinée avec les dispositions relatives aux fonds propres et la révision de la loi sur la Banque nationale, qui a permis l'apparition du repo en Suisse.

Il peut arriver qu'un revenu (coupon ou dividende) soit payé sur un titre donné en repo, et qu'il soit soumis à l'impôt anticipé de 35%. L'Administration fédérale des contributions court alors le risque que les deux partenaires (le propriétaire légal des titres, par qui le paiement a transité s'il a conservé les titres, et l'ayant droit économique) réclament le remboursement des 35%. Pour éviter cela, le contrat cadre<sup>28</sup> prévoit un deuxième versement au fisc. Outre les 65% qu'il doit verser à son partenaire selon le principe du repo, le prêteur de fonds doit ainsi payer 35% à l'Administration fédérale des contributions ou, s'il est étranger, à l'emprunteur de fonds suisse qui en effectuera le versement. Le prêteur de fonds, s'il détient encore les titres, et l'emprunteur de fonds ont alors chacun une créance vis-à-vis de l'Administration fédérale des contributions. Le prêteur de fonds peut compenser son obligation de verser 35% avec sa créance en remboursement.

L'intérêt repo est également soumis à l'impôt anticipé lorsqu'il est payé par une banque à un partenaire autre qu'une banque. En outre, une partie des prestations de la SEGA sont soumises à la TVA.

## 11. Conclusion

Comme on l'a vu, les repos sont des opérations simples dans leur définition mais compliquées dans la pratique. L'automatisation qu'offre la SEGA permet cependant de traiter ces opérations de manière rapide, rationnelle et sûre. La Banque nationale suisse est reconnaissante à la SEGA et aux autres participants d'avoir développé ce projet. Dès l'introduction des repos, la BNS s'est servie de cet instrument et en a fait rapidement son principal outil pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Un système efficace pour les repos devrait aussi contribuer au renforcement de la place financière suisse.

<sup>28</sup> Art. 13 al. 3; dès le 26 octobre 1998: 14 al. 3.



## Recours aux accords généraux d'emprunt en faveur de la Russie

Le 16 juillet 1998, la Banque nationale suisse a approuvé, en accord avec le Département fédéral des finances, un recours aux accords généraux d'emprunt (AGE) en faveur de la Russie. Elle a ainsi mis à la disposition du Fonds monétaire international (FMI), dans le cadre du Groupe des Dix, un crédit de 378 millions de droits de tirage spéciaux (DTS), soit quelque 750 millions de francs. Le crédit total du Groupe des Dix s'élève à 6,3 milliards de DTS (12,6 milliards de francs environ) et couvre les trois quarts du financement du programme mis sur pied par le FMI en faveur de la Russie. Ainsi, la Russie est le premier pays n'appartenant pas au Groupe des Dix à bénéficier des AGE.

Pour faire face à des situations exceptionnelles et lorsque ses propres ressources sont insuffisantes, le FMI peut, grâce aux AGE, lever jusqu'à 17 milliards de DTS auprès des pays du Groupe des Dix, selon une clé de répartition convenue. Après avoir été membre associé à partir de 1964, la Suisse est devenue, en 1984, membre à part entière des AGE. Les Chambres fédérales sont appelées à se prononcer tous les cinq ans sur la participation de la Banque nationale suisse aux AGE; en juin dernier, elles ont approuvé une prolongation de cette participation.

**Editeur**

Banque nationale suisse  
Division économique  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

**Conception**

Weiersmüller Bosshard Grüninger WBG, Zurich

**Composition**

typolitho ag, Zurich

**Impression**

Druck-Zentrum Tages-Anzeiger, Zurich

**Copyright**

Reproduction autorisée avec indication de la source  
Copie souhaitée

**Abonnements**

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

**Prix**

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

**Internet**

<http://www.snb.ch>



