

3
Septembre 2001

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Septembre 3/2001 19^e année

Table des matières

4	Sommaire
5	Übersicht
6	Sommario
7	Overview
8	Appréciation de la situation économique et monétaire
12	Situation économique et monétaire en Suisse
13	1 Environnement international
13	1.1 Conjoncture
15	1.2 Evolution monétaire
16	1.3 Perspectives conjoncturelles
17	2 Evolution monétaire
17	2.1 Taux d'intérêt
20	2.2 Cours de change
21	2.3 Agrégats monétaires
23	2.4 Crédits et marché des capitaux
25	3 Demande globale et production
25	3.1 Produit intérieur brut et production industrielle
27	3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes
29	3.3 Investissements
31	3.4 Consommation
32	3.5 Taux d'utilisation des capacités de production
32	3.6 Perspectives conjoncturelles
33	4 Marché du travail
33	4.1 Emploi
34	4.2 Chômage
35	5 Prix
35	5.1 Prix à la consommation
36	5.2 Inflation sous-jacente
36	5.3 Prix de l'offre totale
37	6 Perspectives de renchérissement
37	6.1 Evolution des prix sur le plan international
37	6.2 Utilisation des capacités de production en Suisse
38	6.3 Prévisions de renchérissement pour les années 2001 à 2003
39	7 Appréciation portée par les comptoirs de la BNS sur la situation conjoncturelle
39	7.1 Production
40	7.2 Les composantes de la demande
40	7.3 Marché du travail
40	7.4 Prix et marges
42	La révision des indices du cours du franc suisse, nominaux et réels, pondérés par les exportations Robert Fluri et Robert Müller
48	Gearing ratios – Un aperçu Robert Bichsel et Jürg Blum
60	Chronique monétaire

Appréciation de la situation économique et monétaire (p. 8)

A deux reprises, soit les 17 et 24 septembre, la Banque nationale a abaissé d'un demi-point la marge de fluctuation du Libor à trois mois, marge qui a ainsi passé de 2,75%–3,75% à 1,75%–2,75%. Le 17 septembre, elle a emboîté le pas à la Réserve fédérale des Etats-Unis et à la Banque centrale européenne. Outre les risques qui avaient fortement augmenté sur le plan international après les terribles attentats perpétrés le 11 septembre contre le World Trade Center, à New York, et contre le Pentagone, à Washington, le ralentissement de la croissance économique en Suisse a incité à un assouplissement de la politique monétaire. La décision du 24 septembre a été prise en réaction à la forte et rapide revalorisation du franc suisse vis-à-vis de l'euro.

Situation économique et monétaire (p. 12)

Au semestre d'été de 2001, la conjoncture a continué à faiblir dans les trois grandes zones économiques, et les prévisions de croissance pour l'année en cours ont été révisées à la baisse. Au deuxième trimestre, les économies américaine et européenne n'ont enregistré qu'une légère progression, et les tendances à la récession se sont accentuées au Japon. Eu égard à l'affaiblissement de la conjoncture et à la diminution des dangers inflationnistes, les banques centrales ont réagi en assouplissant sensiblement leur politique monétaire.

Les attentats terroristes du 11 septembre ont ébranlé les marchés financiers du monde entier. Afin de contrer le danger accru d'une récession, les banques centrales ont une nouvelle fois réduit leurs taux directeurs. Le 17 septembre, la Réserve fédérale des Etats-Unis a ramené de 3,5% à 3% le taux de l'argent au jour le jour; la Banque du Canada, la Banque centrale européenne, la Banque nationale suisse et la Banque de Suède lui ont immédiatement emboîté le pas. Le 18 septembre, la Banque d'Angleterre ainsi que les banques centrales danoise et japonaise ont elles aussi assoupli leur politique monétaire.

Au deuxième trimestre, la conjoncture a perdu de sa vigueur en Suisse. Par rapport à la période précédente, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,7% (en taux annualisé), soit à un rythme correspondant à peine à la tendance à long terme. Alors que la consommation privée et les investissements en constructions sont restés d'importants soutiens de la conjoncture, les investissements en biens d'équipement et les exportations ont perdu beaucoup de leur dynamisme. Le ralentissement de la conjoncture, très

net dans l'industrie, a fait sentir ses effets sur le marché du travail également. L'emploi a diminué pour la première fois depuis 1997, et le nombre des chômeurs a augmenté légèrement jusqu'en août. Selon les indicateurs avancés, la croissance économique devrait se ralentir encore jusqu'à la fin de l'année. Le taux annuel de renchérissement, mesuré aux prix à la consommation, a fléchi de 0,7 point entre mai et août pour s'établir à 1,1%. Les baisses de prix de l'essence ont contribué à ce repli. Les taux d'intérêt à court terme, qui étaient restés presque inchangés entre avril et août, ont diminué après la réduction, le 17 septembre, de la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Du fait des incertitudes politiques accrues, le franc suisse s'est fortement revalorisé vis-à-vis de l'euro dans la seconde moitié de septembre, ce qui a entraîné un resserrement indésirable des conditions monétaires. La Banque nationale a alors abaissé de 0,5 point, une fois encore, la marge de fluctuation du Libor à trois mois, marge qui, depuis, est de 1,75%–2,75%.

Révision des indices du cours du franc (p. 42)

L'introduction de l'euro a incité la BNS à réviser les bases de calcul de ses indices, pondérés par les exportations, du cours du franc. Les modifications portent principalement sur la liste des pays et la méthode de calcul (indice de Törnqvist). Depuis, des indices pondérés par les exportations sont publiés également pour l'Europe, la zone euro, l'Amérique du Nord et l'Asie. L'article présente les nouveaux indices ainsi que les fondements méthodologiques.

Gearing ratios – Un aperçu (p. 48)

Depuis l'accord de Bâle de 1988, les normes de fonds propres, avec pondérations-risques, se sont largement répandues sur le plan international. Plusieurs pays appliquent cependant en la matière des normes qui reposent sur des actifs non pondérés, à savoir les «gearing ratios». L'article résume les arguments théoriques et l'évidence empirique à propos de l'efficacité et des avantages de normes de fonds propres, avec et sans pondérations-risques. Il ressort de l'article que, sur la base de considérations théoriques, aucun des deux instruments n'est supérieur à l'autre. Selon la littérature empirique, les informations à court et à moyen terme qu'un ratio de fonds propres sans pondérations-risques donne sur la situation future d'une banque sont meilleures que celles qui découlent d'un ratio avec pondérations-risques. Aussi l'article conclut-il que les «gearing ratios» constituent un instrument judicieux, qui complète les normes de fonds propres, avec pondérations-risques, qui sont en vigueur.

Geldpolitische Lagebeurteilung (S. 8)

Die Schweizerische Nationalbank senkte am 17. und am 24. September das Zielband für den Dreimonate-Libor um je 0,5 Prozentpunkte auf 1,75%–2,75%. Beim ersten Zinsschritt schloss sie sich den Zinssenkungen des Federal Reserve Board und der Europäischen Zentralbank an. Neben den Risiken im internationalen Umfeld, die nach den verheerenden Terroranschlägen vom 11. September auf das World Trade Centre in New York und das Pentagon in Washington stark zugenommen hatten, sprach auch die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in der Schweiz für eine Lockerung der Geldpolitik. Die Massnahme vom 24. September erfolgte als Reaktion auf die starke und rasche Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 12)

Im Sommerhalbjahr 2001 schwächte sich die Konjunktur in allen drei grossen Wirtschaftsräumen weiter ab und die Wachstumsprognosen für das laufende Jahr wurden nach unten revidiert. Die amerikanische und die europäische Wirtschaft wuchsen im zweiten Quartal nur noch geringfügig und in Japan verstärkten sich die Rezessionstendenzen. Die Zentralbanken reagierten auf die konjunkturelle Abschwächung und die nachlassenden Teuerungsgefahren mit einer deutlichen Lockerung der Geldpolitik.

Die Terroranschläge vom 11. September erschütterten die Finanz- und Kapitalmärkte weltweit. Um der erhöhten Rezessionsgefahr entgegenzuwirken, nahmen die Zentralbanken die Leitzinsen weiter zurück. Am 17. September senkte das amerikanische Fed den Tagesgeldsatz um weitere 0,5 Prozentpunkte auf 3%; die Bank von Kanada, die EZB, die SNB und die schwedische Zentralbank zogen unmittelbar darauf nach. Am folgenden Tag lockerten auch die Bank von England sowie die dänische und die japanische Zentralbank die Geldpolitik weiter.

Die schweizerische Konjunktur verlor im zweiten Quartal an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs gegenüber der Vorperiode um 1,7% (auf Jahresbasis hochgerechnet), was nur noch knapp dem langfristigen Trendwachstum entsprach. Während der private Konsum und die Bauinvestitionen weiterhin wichtige Konjunkturstützen bildeten, büssten die Ausrüstungsinvestitionen und die Exporte stark an Dynamik ein. Die konjunkturelle Verlangsamung, die sich besonders deutlich im Industriesektor zeigte, hinterliess auch auf dem Arbeitsmarkt Spuren. Die Beschäftigung nahm erstmals seit 1997 ab und die Zahl der Arbeitslosen stieg bis August leicht. Aufgrund der vorlaufenden Indikatoren muss bis Ende Jahr mit einer weiteren Verlangsamung des Wirtschaftswachstums gerechnet werden. Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahreststeuerung sank von Mai bis August um 0,7 Prozentpunkte auf 1,1%. Zum Rückgang trugen unter anderem die Preisabschläge für Benzin bei. Nachdem die kurzfristigen Zinssätze zwischen April und August nahezu unverändert geblieben waren, bildeten sie sich nach der Senkung des Zielbandes für den Dreimonate-Libor vom 17. September zurück. Infolge der gestiegenen politischen Unsicherheiten gewann der Schweizer Franken gegenüber dem Euro in der zweiten Hälfte von September massiv an Wert, was zu einer unerwünschten Verschärfung der monetären Bedingungen führte. In der Folge nahm die Nationalbank das Zielband für den Dreimonate-Libor nochmals um 0,5 Prozentpunkte auf 1,75%–2,75% zurück.

Die SNB hat die Einführung des Euro zum Anlass genommen, die Berechnungsgrundlagen ihrer exportgewichteten Wechselkursindizes zu revidieren. Die Änderungen betreffen vor allem den Länderkreis und die Berechnungsmethode (Törnqvist-Index). Neu werden auch exportgewichtete Indizes für Europa, das Euro-Währungsgebiet, Nordamerika und Asien publiziert. Der Artikel stellt die neuen Indizes vor und legt die methodischen Grundlagen dar.

Revision der Wechselkursindizes (S. 42)

Die SNB hat die Einführung des Euro zum Anlass genommen, die Berechnungsgrundlagen ihrer exportgewichteten Wechselkursindizes zu revidieren. Die Änderungen betreffen vor allem den Länderkreis und die Berechnungsmethode (Törnqvist-Index). Neu werden auch exportgewichtete Indizes für Europa, das Euro-Währungsgebiet, Nordamerika und Asien publiziert. Der Artikel stellt die neuen Indizes vor und legt die methodischen Grundlagen dar.

Gearing Ratios – Ein Überblick (S. 48)

Mit dem Basler Akkord von 1988 haben risikogewichtete Eigenmittelvorschriften international starke Verbreitung gefunden. Daneben gibt es in verschiedenen Ländern aber auch Eigenmittelvorschriften, die auf den ungewichteten Aktiven basieren, sogenannte Gearing Ratios. Der Artikel fasst die theoretischen Argumente und die empirische Evidenz über Wirkungsweise und Nutzen von gewichteten und ungewichteten Eigenmittelvorschriften zusammen. Es wird gezeigt, dass aufgrund theoretischer Überlegungen keines der beiden Instrumente dem anderen überlegen ist. Die empirische Literatur deutet allerdings darauf hin, dass eine ungewichtete Eigenmittelquote in der kurzen und mittleren Frist besser über die zukünftige Verfassung der Bank Auskunft gibt als eine gewichtete Quote. Der Artikel kommt daher zum Schluss, dass Gearing Ratios ein sinnvolles, ergänzendes Instrument zu den geltenden risikogewichteten Eigenmittelvorschriften darstellen.

Valutazione della situazione economica e monetaria (p. 8)

A due riprese, il 17 e il 24 settembre, la Banca nazionale ha ridotto di 0,5 punti percentuali il margine di oscillazione del Libor a tre mesi portandolo all'1,75%-2,75%. In occasione del primo intervento la Banca nazionale si è unita alla Federal Reserve Board e alla Banca centrale europea. Un allentamento della politica monetaria era indicato – oltre che per i maggiori rischi internazionali dopo i devastanti attacchi terroristici dell'11 settembre al World Trade Center a New York e al Pentagono a Washington – anche in considerazione del rallentamento della crescita economica in Svizzera. Con il provvedimento del 24 settembre la Banca nazionale ha reagito al forte e rapido apprezzamento del franco svizzero nei confronti dell'euro.

Situazione economica e monetaria (p. 12)

Nel corso del semestre estivo 2001, la congiuntura si è ulteriormente indebolita in tutte e tre le grandi regioni economiche. Le previsioni di crescita sono state riviste verso il basso. In Europa e negli Stati Uniti, la crescita economica è risultata minima, mentre in Giappone i segnali di recessione si sono moltiplicati. Le banche centrali hanno reagito all'indebolimento congiunturale e alle minori pressioni inflazionistiche con un netto allentamento della politica monetaria.

Gli attacchi terroristici dell'11 settembre hanno scosso i mercati finanziari e dei capitali in tutto il mondo. Per opporsi al pericolo di recessione, le banche centrali hanno ulteriormente ridotto i tassi ufficiali. Negli Stati Uniti, la Fed ha deciso, il 17 settembre, un calo di 0,5 punti percentuali del tasso sui federal funds, portandolo al 3%. La banca centrale canadese, la BCE, la BNS e la banca centrale svedese hanno immediatamente seguito l'esempio statunitense. Il giorno seguente, anche le banche centrali di Gran Bretagna, Danimarca e Giappone hanno proceduto ad un allentamento della loro politica monetaria.

In Svizzera, la congiuntura ha perso slancio nel secondo trimestre dell'anno. Il prodotto interno lordo reale è cresciuto rispetto al periodo precedente dell'1,7% (annualizzato), e quindi ad un ritmo leggermente inferiore rispetto alla tendenza di lungo termine. Mentre la congiuntura ha continuato a trarre sostegno dal consumo privato e dagli investimenti nell'edilizia, gli investimenti in beni d'equipaggiamento e le esportazioni sono risultati molto meno dinamici. Il rallentamento congiunturale, particolarmente pronunciato nel settore industriale, ha avuto

ripercussioni sul mercato del lavoro. Per la prima volta dal 1997, l'occupazione è calata, ed il numero di disoccupati a fine agosto è leggermente aumentato. Gli indicatori anticipatori lasciano presumere che il rallentamento della crescita economica si protrarrà fino alla fine dell'anno. Da maggio ad agosto, il rincaro annuale, misurato attraverso i prezzi al consumo, si è ridotto di 0,7 punti percentuali scendendo all'1,1%. Vi ha contribuito, tra l'altro, il calo del prezzo della benzina. I tassi d'interesse a breve, pressoché invariati da aprile ad agosto, sono diminuiti dopo la riduzione del margine di oscillazione del Libor a tre mesi del 17 settembre. Durante la seconda metà di settembre, le crescenti incertezze politiche hanno provocato un forte apprezzamento del franco svizzero nei confronti dell'euro e un conseguente inasprimento indesiderato delle condizioni monetarie. La Banca nazionale ha perciò proceduto ad un secondo ribasso di 0,5 punti percentuali del margine di oscillazione del Libor a tre mesi, portandolo all'1,75%-2,75%.

Revisione degli indici dei tassi di cambio (p. 42)

In occasione dell'introduzione dell'euro, la BNS ha riveduto le modalità di calcolo degli indici dei tassi di cambio ponderati all'esportazione. Le modifiche riguardano soprattutto la cerchia dei Paesi considerati e il metodo di calcolo (indice Törnqvist). In futuro, saranno pubblicati indici ponderati all'esportazione anche per l'Europa, l'area dell'euro, il Nord America e l'Asia. L'articolo presenta i nuovi indici ed espone i fondamenti metodologici.

Uno sguardo ai gearing ratios (p. 48)

Con l'accordo di Basilea del 1988, le prescrizioni sui fondi propri ponderate al rischio hanno trovato ampia diffusione sul piano internazionale. In diversi Paesi sussistono tuttavia prescrizioni sui fondi propri relative ad attivi non ponderati, i cosiddetti quozienti di indebitamento o «gearing ratios». L'articolo riassume gli argomenti teorici e l'evidenza empirica relative all'efficacia e all'utilità delle quote obbligatorie ponderate e non ponderate di fondi propri. In base a considerazioni teoriche nessuno dei due strumenti risulta superiore all'altro. La letteratura empirica suggerisce tuttavia che, a breve e medio termine, le quote non ponderate siano in grado di dare indicazioni più affidabili sulla situazione futura di una banca. L'articolo giunge perciò alla conclusione che i «gearing ratios» possono costituire un utile strumento complementare alle prescrizioni sui mezzi propri ponderate al rischio.

Overview

Monetary policy assessment (p. 8)

On September 17 and 24 the Swiss National Bank lowered the target range for the three-month Libor rate by 0.5 percentage points each to 1.75%–2.75%. The first cut followed on the heels of similar moves by the Federal Reserve Board and the European Central Bank. In addition to the risks in the international environment, which had grown considerably in the wake of the devastating terrorist attacks on the World Trade Centre in New York and the Pentagon in Washington on 11 September, declining economic growth in Switzerland also called for an easing of monetary policy. The move of 24 September came as a reaction to the marked and rapid appreciation of the Swiss franc against the euro.

Economic and monetary developments (p. 12)

In the summer half-year 2001 the economy continued to weaken in all the three big economic areas, and growth forecasts for the current year were revised downward. Economic activity in the United States and Europe saw only minimal growth rates in the second quarter, and recessionary trends in Japan strengthened. Central banks responded to the economic downturn and easing inflationary threats by relaxing the monetary reins significantly.

The terror attacks of 11 September rocked the financial and capital markets all over the world. In order to counter the increased threat of recession central banks made further cuts in their key interest rates. On 17 September, the Fed lowered the call money rate by another 0.5 percentage points to 3%; the Bank of Canada, the ECB, the SNB and the Swedish central bank followed suit immediately. The following day, the Bank of England as well as the Danish central bank and the Bank of Japan eased monetary policy as well.

The Swiss economy lost momentum in the second quarter. Real gross domestic product grew by 1.7% compared with the previous period (at an annualised rate), which was barely equivalent to the long-term growth trend. While private consumption and building investment remained important engines of growth, capital spending and exports weakened markedly. The economic slowdown, particularly apparent in the industrial sector, also had an impact on the labour market. Employment figures receded for the first time since 1997, and the jobless rate edged up slightly until August. Leading indicators point to a continued slowdown in economic growth through the

end of the year. Annual inflation measured by consumer prices receded by 0.7 percentage points to 1.1% between May and August. This decline was in part due to cheaper prices for petrol. After remaining practically constant between April and August, short-term interest rates recorded a slight drop following the lowering of the target range for the three-month Libor on 17 September. Mounting political uncertainties pushed up the Swiss franc substantially against the euro in the second half of September, leading to an undesirable tightening of monetary conditions. As a result, the National Bank undertook another 0.5 percentage rate cut in the target range for the three-month Libor to 1.75–2.75%.

Revision of the exchange rate indices (p. 42)

The launch of the euro has prompted the SNB to revise the basis for calculating the export-weighted exchange rate indices. The changes primarily concern the group of countries included in the index and the method of calculation (Törnqvist index). Export-weighted indices will henceforth also be published for Europe, the euro currency area, North America and Asia. The article introduces the new indices and explains the methodical basis.

Gearing ratios – A survey (p. 48)

After the 1988 Basel Capital Accord, risk-weighted capital adequacy rules became widespread internationally. Many countries, however, have adopted capital adequacy rules that are based on unweighted assets, expressed by the so-called gearing ratio. The article provides a summary of the theoretical arguments and empirical evidence on the mechanism and the benefits of weighted and unweighted capital adequacy rules. It is shown that based on theoretical considerations, neither one of the two instruments is superior to the other. Empirical literature, however, suggests that an unweighted equity ratio gives a better short-term and medium-term indication of a bank's future standing than a weighted ratio. The article arrives at the conclusion, therefore, that gearing ratios represent a useful, supplementary tool to the established risk-weighted capital adequacy rules.

Appréciation de la situation économique et monétaire

Communiqué de presse afférent à l'examen trimestriel de la situation du 17 septembre 2001

Assouplissement de la politique monétaire – La marge de fluctuation du Libor à trois mois passe de 2,75 %–3,75 % à 2,25 %–3,25 %

La Banque nationale suisse a décidé d'abaisser d'un demi-point la marge de fluctuation du Libor à trois mois, marge qui passe ainsi à 2,25 %–3,25 %. Jusqu'à nouvel avis, elle entend maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation. Eu égard aux incertitudes caractérisant les marchés financiers, la Banque nationale a procédé, aujourd'hui déjà, à l'appréciation de la situation économique et monétaire qui était prévue pour le 20 septembre 2001. La précédente adaptation de la marge de fluctuation remonte au 22 mars 2001; la Banque nationale l'avait alors abaissée d'un quart de point.

Depuis la dernière analyse de la situation, donc depuis le mois de juin, les pressions à la hausse sur les prix ont diminué en Suisse. Aucun indice ne montre que la stabilité des prix est menacée à moyen terme. Cette perspective permet à la Banque nationale d'assouplir une nouvelle fois sa politique monétaire. La croissance de l'économie suisse s'est encore ralentie, mais son rythme, comparé à l'évolution observée à l'étranger, est resté jusqu'ici à un niveau appréciable. Les risques découlant de l'environnement international ont cependant augmenté dans une forte mesure. L'incertitude pesant sur l'évolution économique en Suisse s'est donc elle aussi accrue.

Au deuxième trimestre de 2001, l'économie suisse a enregistré un taux d'expansion de 2% en comparaison annuelle. Elle a continué à perdre de son dynamisme. D'un trimestre à l'autre, la croissance s'est établie à 1,7% en taux annualisé, contre 2% au premier trimestre. Le ralentissement touche surtout les investissements et les exportations; en revanche, la consommation a marqué une fois encore une progression considérable. La croissance pourrait connaître un nouveau tassement aux troisième et quatrième trimestres, étant donné la stagnation des exportations. Le marché intérieur restera probablement soutenu par la consommation et, partant, ne perdra pas autant de vigueur que l'industrie d'exportation. Sur le marché du travail, la situation ne devrait guère changer durablement, et le taux de chômage n'augmentera sans doute que légèrement. Dans l'ensemble, on peut s'attendre à une reprise de la conjoncture au cours de l'année prochaine.

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement annuel s'est accéléré, passant de 1% au premier trimestre à 1,5% au deuxième trimestre. Il a ensuite fléchi pour s'inscrire à 1,4% en juillet et à 1,1% en août. Ce repli a découlé en partie de facteurs spéciaux, notamment de la forte influence que les soldes dans l'habillement ont eue sur les prix. Par conséquent, la tendance générale des prix devrait être légèrement supérieure au renchérissement qui ressort de l'indice des prix à la consommation. Actuellement, quelques pressions à la hausse sur les prix sont observées dans les services du secteur privé et les loyers. Les prix des marchandises d'origine suisse ne subissent cependant guère de pressions. La pondération accrue des produits pétroliers, dont les prix fluctuent, et la prise en compte des soldes dans le nouvel indice suisse des prix à la consommation contribuent à une volatilité plus grande des taux de renchérissement d'un mois à l'autre.

La Banque nationale est toujours optimiste en ce qui concerne les perspectives d'inflation à moyen terme. Le ralentissement de l'économie mondiale et de la conjoncture en Suisse a un effet modérateur sur l'évolution des prix. Compte tenu des répercussions de sa décision d'abaisser les taux d'intérêt, l'institut d'émission table, pour les trois prochaines années, sur une prévision d'inflation inchangée par rapport à celle qui avait été publiée en juin 2001, après l'analyse de la situation. Pendant toute la période sur laquelle porte la prévision, l'inflation devrait se maintenir nettement au-dessous de 2% et rester ainsi dans la zone assimilée à la stabilité des prix. La Banque nationale s'attend à ce que la conjoncture redémarre aux Etats-Unis et en Europe au cours du premier semestre de 2002. Dans sa prévision, elle table également sur une relative stabilité de la relation de change entre le dollar et l'euro et sur un prix du pétrole qui retrouvera un niveau d'environ 25 dollars le baril.

La Banque nationale considère que le nouveau niveau des taux d'intérêt est à même de garantir la stabilité des prix à moyen terme et de permettre une croissance équilibrée de l'économie. Les risques qui pèsent sur l'évolution de l'économie mondiale sont considérables en ce moment. Une récession aux Etats-Unis ou une dépréciation durable du dollar pourraient engendrer des effets déflationnistes en Europe et en Suisse. La Banque nationale devrait, le cas échéant, réexaminer le cap donné à sa politique monétaire. La progression de la masse monétaire M_3 s'étant accélérée ces derniers temps, la prudence serait de rigueur, en cas d'assouplissement supplémentaire de la politique monétaire, si l'on ne veut pas menacer la stabilité des prix à moyen terme.

Communiqué de presse du 24 septembre 2001

Inquiétude au sujet de la relation de change entre l'euro et le franc

La Banque nationale suisse a décidé d'abaisser de 0,5 point, avec effet immédiat, sa marge de fluctuation du Libor à trois mois, marge qui passe ainsi à 1,75%–2,75%. Cette mesure est prise en réaction à la forte et rapide revalorisation que le franc suisse a enregistrée ces derniers jours face à l'euro. La hausse du franc vis-à-vis de l'euro, au moment où la croissance économique faiblit, préoccupe beaucoup la Banque nationale. Si le franc devait se maintenir à son niveau actuel, il en résulterait un durcissement indésirable du cours de la politique monétaire.

La revalorisation du franc reflète les incertitudes politiques accrues. Il est aujourd'hui difficile de dire jusqu'à quand ces incertitudes dureront. La Banque nationale suivra attentivement l'évolution sur le marché des changes. Au besoin, elle fera usage de la marge de manœuvre dont elle dispose en matière de politique monétaire.

Situation économique et monétaire en Suisse

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

Le rapport a été approuvé le 20 septembre 2001. 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

Les attentats que des terroristes ont perpétrés contre New York et Washington, le 11 septembre 2001, ont secoué les marchés financiers du monde entier. Face au danger accru de récession et à l'incertitude plus forte, les banques centrales ont réduit une nouvelle fois leurs taux directeurs. Elles avaient déjà assoupli leur politique monétaire étant donné le refroidissement de la conjoncture et le danger inflationniste faiblissant.

1.1 Conjoncture

Au semestre d'été de 2001, la conjoncture a continué à faiblir dans les trois grandes régions économiques, et les prévisions de croissance pour l'année en cours ont été révisées à la baisse. L'économie américaine n'a plus guère progressé et, au Japon, les signes d'une nouvelle récession se sont multipliés. En Europe également, la situation s'est détériorée; la croissance économique est cependant restée plus élevée dans la zone euro et au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis.

Le renchérissement a diminué vers le milieu de l'année, après avoir encore augmenté vigoureusement pendant le premier semestre à la suite surtout de l'évolution du prix du pétrole. En outre, une nouvelle décline du renchérissement s'est dessinée.

Stagnation aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, l'économie a stagné au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel n'a augmenté que de 0,2% (en taux annualisé) par rapport aux trois mois précédents, comparé à 1,3% au premier trimestre. En comparaison annuelle, il a pro-

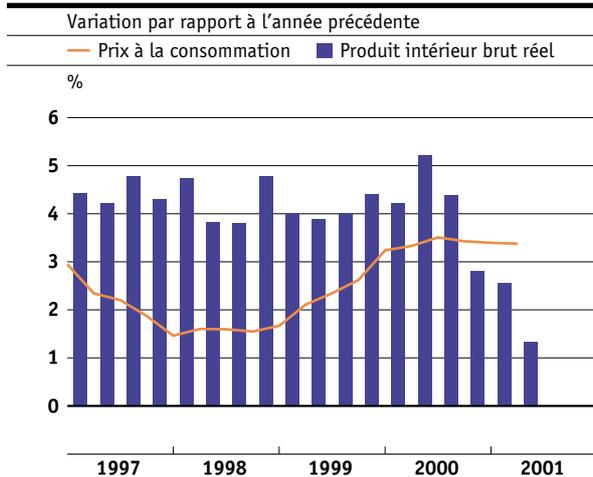
gressé de 1,2%, contre 2,5% au premier trimestre. Ce refroidissement est dû au fort recul des exportations et à l'effondrement des investissements en biens d'équipement. En revanche, la consommation – tant privée que publique – et la construction de logements ont continué à soutenir la conjoncture. L'affaiblissement de la demande intérieure a provoqué une sensible contraction des importations.

Le recul ininterrompu de la production et les indicateurs avancés laissent présager une poursuite de l'atonie de la conjoncture dans la seconde moitié de l'année. Lors des dernières enquêtes, les entreprises ont porté des jugements pessimistes sur le proche avenir. Les entrées de commandes dans l'industrie ont encore fléchi, et le taux d'utilisation des capacités de production a diminué. Malgré les remboursements d'impôts opérés par le gouvernement, la confiance des consommateurs s'est elle aussi détériorée. La hausse du chômage y a sans doute contribué. En août, le taux de chômage s'inscrivait à 4,9%; il dépassait ainsi de près d'un point son niveau le plus bas, soit 4%, observé en décembre 2000.

Essoufflement en Europe

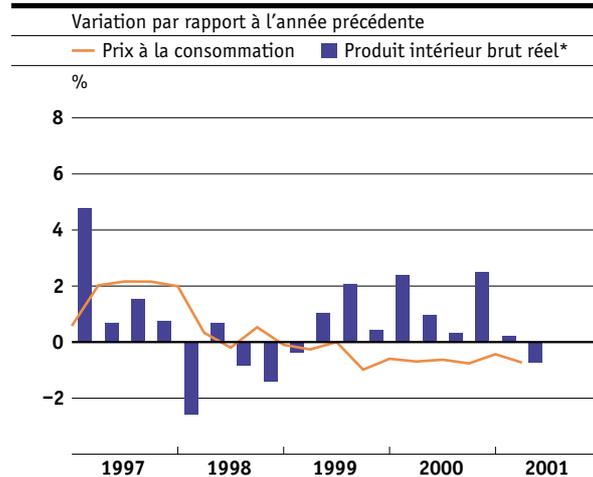
La zone euro a vu elle aussi sa croissance économique marquer un ralentissement au deuxième trimestre. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,4% en taux annualisé, contre 2% au trimestre précédent. En comparaison annuelle, sa hausse était de 1,7%, après 2,4% au premier trimestre. La croissance a presque cessé en Allemagne; de plus, les impulsions dont bénéficiait la conjoncture ont considérablement faibli en France, en Italie et dans la plupart des petits pays. Comme aux Etats-Unis, la propension à investir et les exportations ont perdu une grande partie de

Etats-Unis Graphique 1.1



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

Japon Graphique 1.2



* Chiffres révisés

leur vigueur dans la zone euro, alors que la consommation privée a continué à soutenir la conjoncture.

Au cours de la première moitié de l'année, les entreprises ont émis des jugements de plus en plus pessimistes sur l'état des commandes et les perspectives de production; en outre, la confiance des producteurs est tombée, en juillet, au-dessous de sa moyenne à long terme. Le climat de consommation s'est lui aussi refroidi, mais est resté à un niveau relativement élevé.

Au Royaume-Uni également, un ralentissement a été observé au deuxième trimestre. Par rapport au premier trimestre, la croissance s'inscrivait à 1,3% en taux annualisé; elle était donc légèrement supérieure à celle de la zone euro. Les investissements stagnants et les exportations en baisse ont pesé sur la conjoncture; en revanche, la consommation privée a fortement progressé. Selon les prévisions les plus récentes, la croissance pourrait encore faiblir au second semestre.

Le refroidissement de la conjoncture a stoppé la diminution du chômage. Au deuxième trimestre, le taux de chômage s'est stabilisé à 8,3% dans la zone euro et à 3,2% au Royaume-Uni.

Nouvelle détérioration de la situation au Japon

Au Japon, le produit intérieur brut réel, qui s'était légèrement accru du quatrième trimestre de 2000 au premier de 2001, a fléchi ensuite de 3,2% en taux annualisé. En comparaison annuelle, il a diminué de 0,7% au deuxième trimestre. Les investissements et les exportations ont nettement reculé, tandis que la consommation – privée et publique – a faiblement progressé. Le taux de chômage a augmenté à la suite des restructurations massives; il atteignait 5% en juillet. Selon la dernière enquête réalisée auprès des entreprises, la situation économique devrait rester déprimée durant les prochains mois.

Ralentissement hors de la zone de l'OCDE

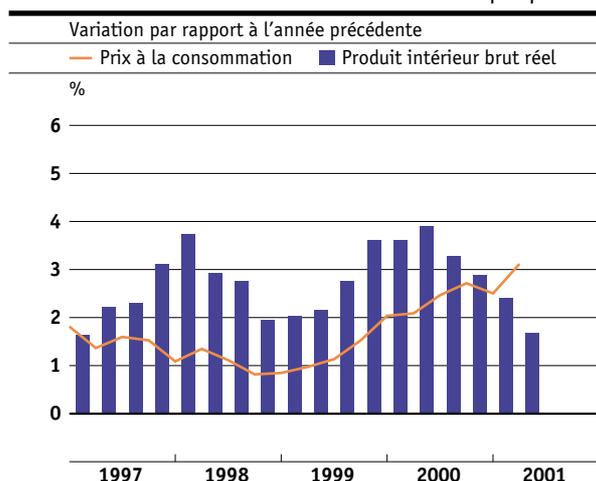
Hors de la zone de l'OCDE, la conjoncture a perdu pied, au premier semestre, dans de nombreux pays. Les économies émergentes d'Asie orientale et du Sud-Est (Hong Kong, Corée, Malaisie, Singapour, Taiwan) ont particulièrement ressenti les effets de la crise qui a éclaté dans le secteur technologique. Selon les informations disponibles, la Chine a cependant continué à bénéficier d'une croissance économique soutenue.

Les pays d'Europe orientale semblent avoir été peu affectés, jusqu'à présent, par la détérioration de l'économie mondiale. La Russie a profité notamment de la forte hausse des recettes qu'elle tire de ses exportations de produits pétroliers.

Crise financière en Argentine et en Turquie

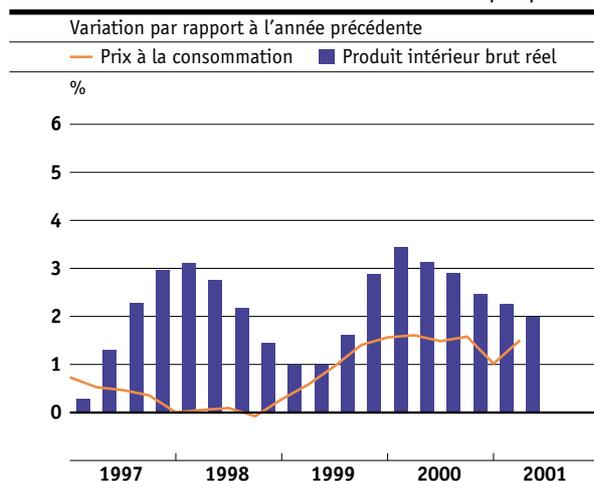
Les problèmes économiques de l'Argentine et de la Turquie se sont aggravés au premier semestre. Il est apparu toujours plus nettement que ces deux pays ne seraient pas en mesure d'honorer le service de leur dette privée et publique. Aussi le Fonds monétaire international (FMI) leur a-t-il accordé de nouveaux crédits, dans le cadre de programmes de stabilisation, pour prévenir une crise financière. En mai, le FMI a relevé de 8 milliards de dollars environ son crédit à la Turquie, crédit qui a ainsi passé à 19 milliards de dollars. Les mesures de stabilisation prises par le gouvernement turc ont permis d'apaiser la situation sur le marché financier, mais les perspectives économiques du pays restent sombres. L'Argentine a quant à elle reçu un crédit supplémentaire de 8 milliards de dollars, après les 14 milliards que le FMI avait déjà mis à sa disposition en décembre 2000.

Zone euro Graphique 1.3



Source: BRI

Suisse Graphique 1.4



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

1.2 Evolution monétaire

Relâchement des pressions inflationnistes

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement a faibli dans la plupart des pays industrialisés vers le milieu de l'année. Ce repli est visible aussi bien dans l'évolution de l'inflation sous-jacente – sans les prix de l'alimentation et de l'énergie – que dans celle des indices des prix à la consommation au sens large. Dans les sept grands pays de l'OCDE, le renchérissement sous-jacent a diminué en moyenne, passant de 2% en mars à 1,9% en juillet; compte tenu des prix de l'alimentation et de l'énergie, le taux de renchérissement s'établissait à 2,1% en juillet, contre 2,2% en mars.

Le repli du renchérissement a été particulièrement sensible aux Etats-Unis et dans la zone euro. La hausse des prix, qui atteignait encore 3,6% aux Etats-Unis en mai, a fléchi pour s'inscrire à 2,7% en août. Pendant la même période, elle a passé de 3,4% à 2,7% dans la zone euro. Au Royaume-Uni, le renchérissement a diminué entre mai (2,1%) et juillet (1,6%), mais s'établissait de nouveau à 2,1% en août. Au Japon, la baisse du niveau des prix s'est accélérée; au deuxième trimestre, elle était de 0,5% en comparaison annuelle.

Assouplissement de la politique monétaire

Les banques centrales ont assoupli leur politique monétaire en réaction à l'affaiblissement de la conjoncture et au relâchement du danger inflationniste. La banque centrale américaine a réduit le taux de l'argent au jour le jour en mai, juin et août. Ce taux a été ainsi ramené de 4,5% à 3,5%. Au début de l'année, il s'élevait encore à 6,5%. De son côté, la Banque d'Angleterre a procédé à trois baisses de son taux directeur, deux au deuxième trimestre et une au début d'août; le taux de base a passé de 5,75% à 5%.

A mi-mai et à fin août, la Banque centrale européenne a abaissé ses taux directeurs de 0,25 point à chaque fois. Le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement s'établissait à 4,25% après la deuxième baisse. Pendant la même période, l'institut d'émission danois a diminué son taux de refinancement de 0,65 point, en trois étapes, pour le ramener à 4,65%.

En juillet, la Banque du Japon a encore augmenté les liquidités bancaires pour contrer la tendance à la récession. Les taux d'intérêt à court terme sont restés proches de 0%.

Une nouvelle baisse de taux directeurs est intervenue près d'une semaine après les attentats qui ont frappé les Etats-Unis. Le 17 septembre, la Réserve fédérale a réduit d'un demi-point le taux de l'argent au jour le jour et le taux de l'escompte. Des niveaux aussi bas – 3% pour le taux de l'argent au jour le jour et 2,5% pour le taux de l'escompte – n'avaient plus été observés depuis le printemps de 1994. La Banque du Canada, la Banque centrale européenne, la Banque nationale suisse et l'institut d'émission suédois ont, dans le sillage de la Réserve fédérale, abaissé eux aussi d'un demi-point leurs taux directeurs qui ont passé à respectivement 3,75%, 4,25%, 2,75% et 3,75%. Le 18 septembre, la Banque d'Angleterre a ramené son taux directeur de 5% à 4,75%, et l'institut d'émission danois a diminué le sien d'un demi-point (de 4,65% à 4,15%). En outre, la Banque du Japon a donné un nouvel assouplissement à sa politique monétaire et réduit de 0,15 point son taux de l'escompte (à 0,1%).

Repli des taux d'intérêt à long terme

Après une légère hausse au deuxième trimestre, les taux d'intérêt à long terme ont de nouveau diminué en juillet et en août. Entre mai et août, le rendement des emprunts d'Etat à dix ans a passé de 5,4% à 5% aux Etats-Unis et de 5,3% à 5,1% dans la zone euro. En août, ces rendements étaient inférieurs de 0,9 point et de 0,3 point aux niveaux observés un an auparavant. Au Royaume-Uni, le rendement des emprunts d'Etat à dix ans a augmenté jusqu'en juin – il atteignait alors 5,2% –, puis s'est replié. En août, il s'établissait à 5% et était ainsi 0,7 point au-dessous de son niveau du mois correspondant de 2000. Au Japon, le rendement des emprunts d'Etat à long terme s'inscrivait à 1,3% en août, contre 1,2% en mai. En dépit de cette légère hausse, il a fléchi de 0,6 point en un an.

1.3 Perspectives conjoncturelles

Prévisions de croissance plus basses

Au cours du semestre d'été, les prévisions consensuelles¹ de croissance ont été révisées à la baisse pour cette année et, en partie aussi, pour 2002. Comme les prévisions de septembre ont été établies peu avant les attentats aux Etats-Unis, elles ne tiennent pas compte des risques accrus qui, depuis, pèsent sur la conjoncture.

Selon les prévisions publiées au début du mois de septembre, le produit intérieur brut réel du Japon devrait reculer de 0,1% cette année (prévisions de mai: +0,9%), alors que celui de la zone euro devrait croître de 1,9% (2,6%). Pour les Etats-Unis, la prévision est restée inchangée à 1,6%, mais elle avait été fortement réduite au cours des premiers mois de 2001. Les prévisionnistes sont restés un peu plus optimistes pour la Suisse; ils tablent sur une croissance de 1,9% cette année, alors qu'ils s'attendaient encore à un rythme de 2,1% en mai.

Une amélioration de la conjoncture est généralement attendue pour 2002. Les participants aux prévisions consensuelles de début septembre comptent sur une expansion de 2,7% (mai: 3,1%) aux Etats-Unis, de 2,4% (2,8%) dans la zone euro, de 0,5% (1,6%) au Japon et de 2% (2,1%) en Suisse.

Prévisions établies par l'OCDE

Tableau 1

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

1 Il s'agit d'une enquête mensuelle menée auprès de quelque 200 entreprises et instituts de recherches conjoncturelles d'une vingtaine de pays; elle porte sur l'évolution attendue du produit intérieur brut, des prix, des taux d'intérêt et d'autres variables. Les résultats sont publiés par

Consensus Economics Inc., Londres.

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

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

4 En % de la population active
Source: Perspectives économiques de l'OCDE; juin 2001

2 Evolution monétaire

Au début de l'année, les marchés ont commencé à anticiper une baisse des taux d'intérêt, en Suisse également, étant donné la détérioration des perspectives de croissance de l'économie mondiale et le repli des taux d'intérêt aux Etats-Unis, sous l'impulsion de la Réserve fédérale. Sur le marché obligataire suisse, les rendements ont déjà fortement diminué au premier trimestre. Après la décision, prise par la Banque nationale en mars, d'abaisser la marge de fluctuation du Libor à trois mois, les rémunérations à court terme et les taux d'intérêt appliqués aux crédits bancaires ont eux aussi diminué. La croissance de la masse monétaire et des crédits bancaires s'est alors accélérée. La valeur extérieure du franc suisse, pondérée par les exportations, a augmenté légèrement entre mai et août, mais est restée, en termes réels, approximativement à son niveau de fin 2000.

La situation s'est sensiblement modifiée après les attentats du 11 septembre. A la suite des risques politiques accrus, le franc suisse s'est rapidement revalorisé face à l'euro, d'où un durcissement indésirable des conditions monétaires. Aussi la Banque nationale a-t-elle abaissé une nouvelle fois la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Le 24 septembre, elle a en effet ramené cette marge de 2,25%–3,25% à 1,75%–2,75%. Le 17 septembre, dans le sillage de la Réserve fédérale des Etats-Unis et de la Banque centrale européenne, elle avait déjà abaissé d'un demi-point la marge de fluctuation du Libor. Les taux d'intérêt à court terme ont alors fléchi.

2.1 Taux d'intérêt

Stabilité des taux à court terme jusqu'en août

Entre avril et août, la Banque nationale suisse n'a pas modifié la marge de fluctuation du taux des dépôts à trois mois en francs sur le marché interbancaire de Londres (Libor). Le 22 mars 2001, elle l'avait abaissée de 0,25 point et fixée à 2,75%–3,75%.

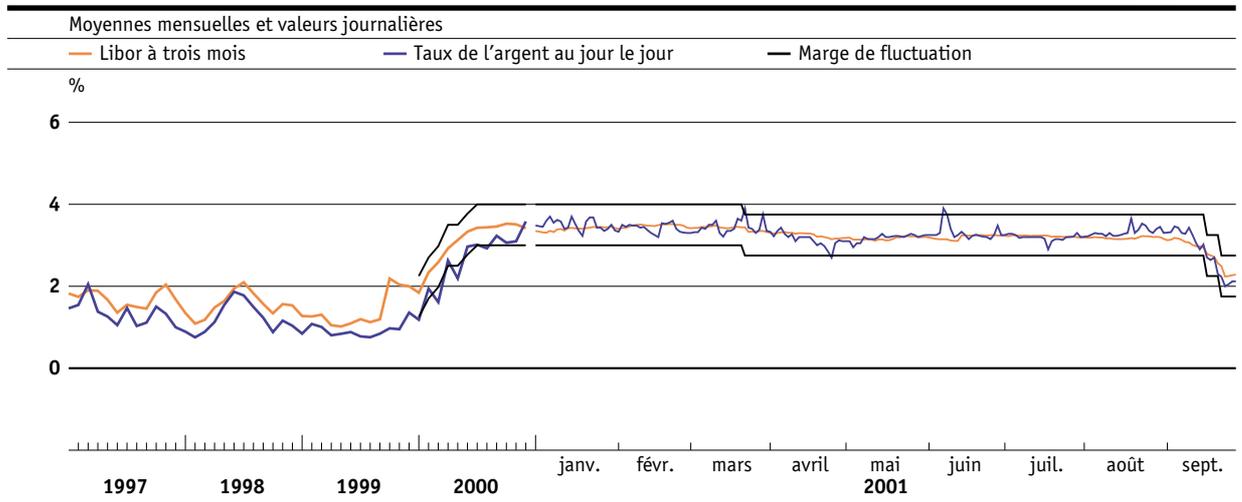
Pour maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de cette marge de fluctuation, la Banque nationale a dû parfois pousser le taux de l'argent au jour le jour vers le haut au cours des mois de mai, de juin et d'août. Pendant ces mois, le Libor à trois mois a fluctué souvent très légèrement au-dessous de 3,25%, soit le centre de la marge qui lui était alors assignée. Le rendement des créances comptables à court terme sur la Confédération était généralement inférieur de près de 0,3 point au Libor à trois mois.

Les écarts de taux d'intérêt entre les placements à trois mois en monnaies étrangères et en francs suisses ont évolué inégalement entre mai et août. En moyenne du mois de mai, les taux d'intérêt des dépôts en dollars et en euros étaient supérieurs de 0,92 point et de 1,46 point à la rémunération des placements en francs; ces deux écarts se sont sensiblement réduits. En revanche, l'écart vis-à-vis des dépôts en yens – leur rémunération est nettement inférieure à celle des placements en francs – s'est légèrement accru. A la suite des trois baisses de taux d'intérêt opérées par la banque centrale américaine, la différence entre les taux américains et suisses à court terme a fléchi, passant à 0,38 point en moyenne du mois d'août. Bien que la Banque centrale européenne (BCE) ait maintenu ses taux inchangés pendant cette période, l'écart entre les rémunérations de dépôts en euros et en francs a diminué pour s'inscrire à 1,17 point en août. Ce mois-là, la rémunération des dépôts à trois mois en yens était inférieure de 3,11 points à celle des dépôts correspondants en francs.

Sensible repli des rendements obligataires

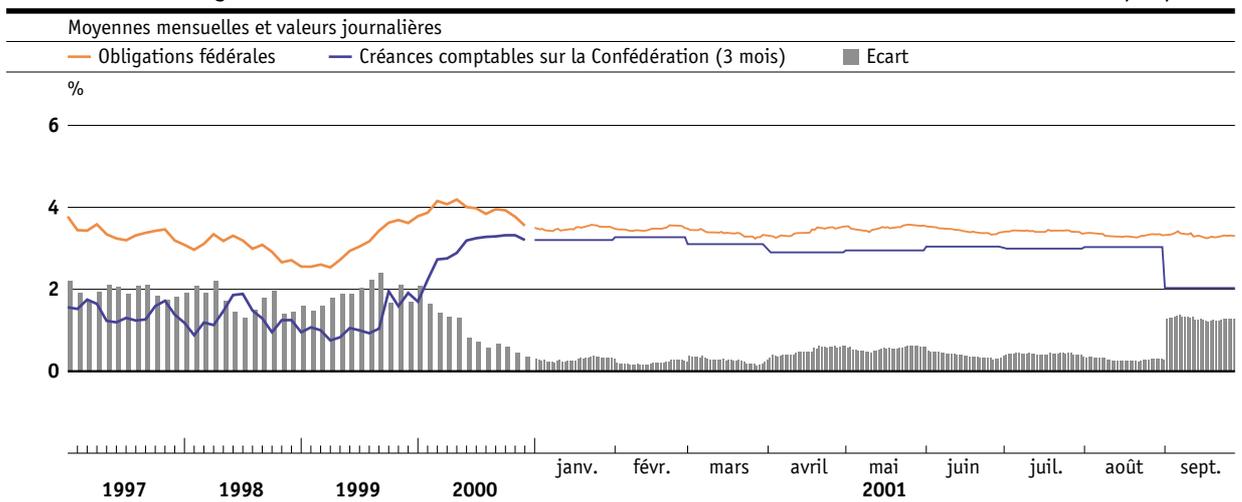
Le rendement des emprunts fédéraux ayant une durée résiduelle de dix ans a fléchi en juin, puis s'est stabilisé pendant les deux mois suivants. Il s'établissait à 3,32% à fin août, contre 3,56% à fin mai. Comme le rendement à l'émission des créances comptables sur la Confédération a légèrement augmenté pendant la même période, l'écart entre les taux à long et à court terme a diminué (voir graphique 2.2). Il était de 0,29 point à fin août, contre 0,61 point en mai.

Les écarts de rendements entre les emprunts d'Etat, étrangers et suisses, à dix ans ont peu varié au cours des mois de mai à août. En moyenne de ces quatre mois, ils étaient de 1,82 point par rapport aux Etats-Unis, de 1,79 point par rapport à la zone euro et de –2,14 points par rapport au Japon.



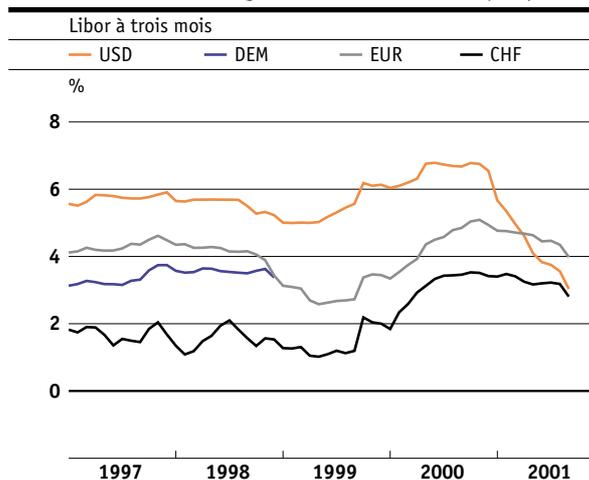
Rendement des obligations et structure des taux d'intérêt

Graphique 2.2



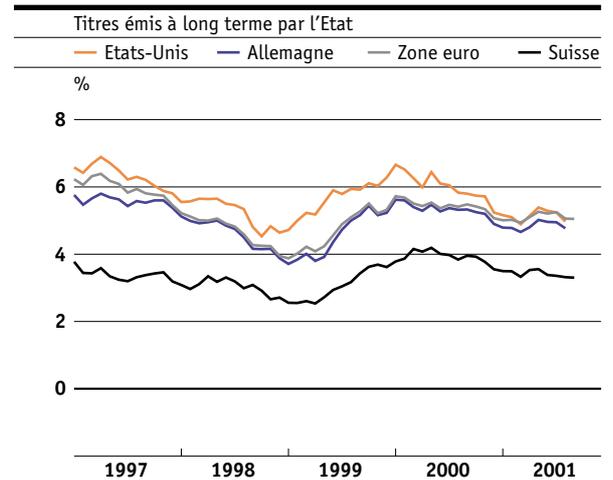
Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 2.3



Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 2.4



Source pour graphiques 2.1 et 2.3: BNS

Graphique 2.2: Obligations fédérales: rendement moyen jusqu'à fin 2000, puis taux d'intérêt au comptant pour titres d'une durée de 10 ans. Créances comptables sur la Confédération: rendement le jour de clôture des enchères; valeur mensuelle: rendement de

la dernière mise aux enchères du mois. Source: BNS

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

Baisse des taux hypothécaires

Après l'assouplissement de la politique monétaire en mars, les taux hypothécaires ont baissé; au début de septembre, ils étaient inférieurs de 0,2 point à leur niveau de début mars. Comme on l'a généralement observé dans le passé, les premiers à réagir ont été les taux des nouvelles hypothèques; ceux des anciennes hypothèques ont suivi le mouvement avec un décalage d'environ trois mois. En moyenne, les banques cantonales ont ramené leurs taux des nouvelles hypothèques de 4,48% à 4,28% entre début mars et début juin; elles les ont ensuite laissés inchangés pendant trois mois. Les banques cantonales ont maintenu leurs taux des anciennes hypothèques à un niveau moyen de 4,45% jusqu'au début de juin, puis les ont réduits; au début de septembre, ces taux s'établissaient en moyenne à 4,28%.

Les rémunérations servies sur les obligations de caisse des banques ont, pendant la même période, reculé à peu près autant que les taux hypothécaires. Les banques cantonales rémunéraient leurs obligations de caisse à un taux moyen de 3,43% au début de mars et de 3,18% six mois plus tard. Les taux des dépôts d'épargne, qui étaient déjà très bas, ont peu diminué. Les banques cantonales versaient un intérêt moyen de 1,43% sur les fonds d'épargne au début de septembre, contre 1,58% au début de mars.

Nouvelle baisse des cours des actions

Sous l'effet des anticipations à la baisse des bénéfices, les cours des actions ont chuté sur le plan international pendant les huit premiers mois de cette année. La baisse s'est déroulée en deux phases. Après un recul rapide et massif au premier trimestre, une reprise passagère a été observée à partir du début d'avril. En juin, juillet et août, les cours ont cependant subi de nouvelles pressions à la baisse, de sorte que la plupart des indices boursiers étaient, à fin août, très proches des niveaux les plus bas qu'ils avaient enregistrés au printemps.

En Suisse, les deux indices les plus suivis, le SPI et le SMI, ont fléchi de 19,2% pour le premier et de 19,1% pour le second entre le début de l'année et la fin d'août. A l'exception du groupe énergie, toutes les branches du SPI étaient dans le rouge. Dans le reste de l'Europe, les reculs ont été à peu près aussi forts qu'en Suisse. L'évolution a été un peu meilleure aux Etats-Unis, où le S&P a diminué de 14,1%. La plus forte baisse a été enregistrée par la bourse japonaise (-22,3% selon le Nikkei 225).

En septembre, les marchés boursiers ont subi de nouvelles pressions à la baisse à la suite des incertitudes fortement accrues sur les marchés financiers. Entre fin août et fin septembre, les cours des actions ont reculé de 10% selon le SPI, de 8,7% selon le SMI, de 8,2% selon le S&P et de 8,8% selon le Nikkei.

2.2 Cours de change

Affaiblissement du dollar

Au début du troisième trimestre, le dollar des Etats-Unis a faibli face à toutes les monnaies importantes. Cette faiblesse de la monnaie américaine a mis fin à la phase d'effritement de l'euro, phase qui avait commencé il y a six mois. Par rapport à son cours le plus bas de l'année (0,84 dollar), qui a été observé début juillet, l'euro s'est raffermi de 9,5% jusqu'à fin août et a ainsi retrouvé son niveau de la mi-mars. L'évolution de la livre sterling a été similaire. Après avoir reculé jusqu'à la mi-juin (elle valait alors 1,38 dollar), la livre sterling s'est redressée pendant les deux mois suivants; à fin août, elle avait regagné 6% vis-à-vis du dollar. Le yen s'est lui aussi revalorisé face au dollar et a reconquis, jusqu'à fin août, le terrain qu'il avait cédé en juin.

Après le 11 septembre, le dollar a continué à se replier. A fin septembre, l'euro valait 0,92 dollar, d'où une hausse de 0,7% depuis le début de ce mois. En outre, le dollar a cédé 1,1% face à la livre sterling et 0,3% par rapport au yen.

Fermeté du franc suisse

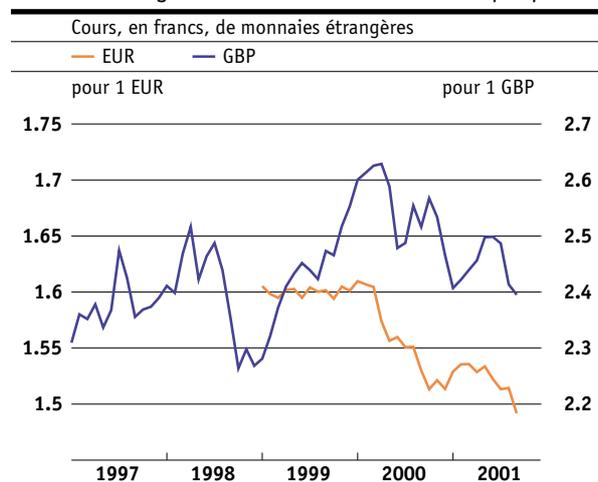
Vis-à-vis du dollar, le franc suisse a évolué généralement comme l'euro jusqu'au début du mois de septembre. Après avoir perdu 13% face au dollar pendant la première moitié de l'année, le franc s'est raffermi en juillet et en août. A fin août, le dollar s'établissait à 1,65 franc, d'où une hausse du franc de 8% depuis fin juin; mais le franc était toujours inférieur à son cours le plus haut de l'année (début janvier, le dollar valait 1,59 franc). Le franc a repris du terrain également face au yen, dès le mois de juin, et vis-à-vis de la livre sterling, à partir de début juillet. A fin août, il avait regagné 5% par rapport à la livre et 8% par rapport au yen.

Vis-à-vis de l'euro, le franc s'est raffermi et, en juillet, la monnaie européenne s'échangeait à 1,50 franc; ce cours était très proche du record observé en octobre 2000. En août, la monnaie suisse a de nouveau faibli quelque peu puisqu'il fallait 1,52 franc pour 1 euro.

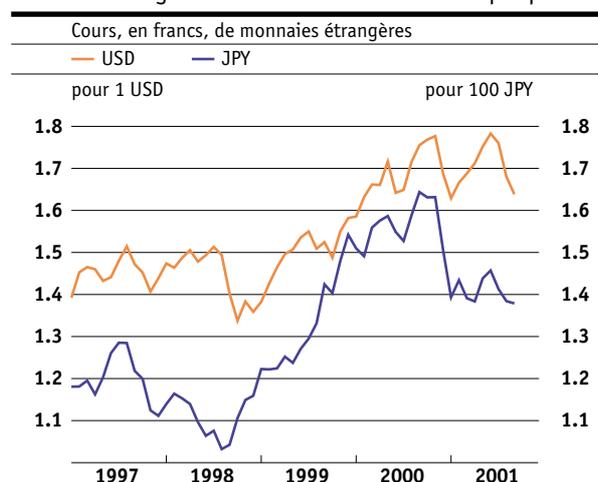
Pendant les huit premiers mois de l'année, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, a diminué de 0,4% en termes réels. La répartition géographique montre que le franc, en termes réels, a faibli par rapport à l'Europe et à l'Amérique du Nord, mais s'est raffermi par rapport à l'Asie.

Dans la seconde moitié de septembre, le franc s'est fortement revalorisé face à l'euro. A la fin du mois, l'euro valait 1,48 franc. Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, dépassait, en septembre, de 1,8% son niveau d'août et de 1,4% celui de la période correspondante de 2000.

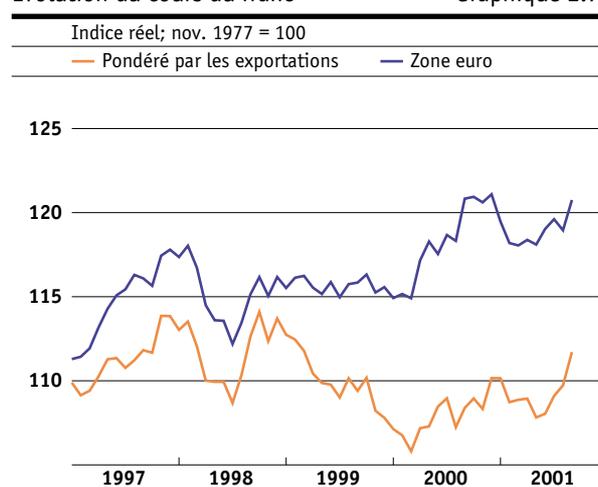
Cours de change Graphique 2.5



Cours de change Graphique 2.6



Evolution du cours du franc Graphique 2.7



Source pour graphiques 2.5 à 2.7: BNS

2.3 Agrégats monétaires

L'accélération que la croissance des agrégats monétaires a commencé à marquer pendant le semestre d'hiver 2000/2001 s'est poursuivie au deuxième trimestre. Au troisième trimestre, l'évolution a été jusqu'ici inégale. D'un mois à l'autre, la monnaie centrale désaisonnalisée a augmenté encore en juillet et en août, alors que la masse monétaire M_3 a diminué, en données corrigées des variations saisonnières, en juillet.

Accélération de la monnaie centrale

En moyenne du mois d'août, la monnaie centrale désaisonnalisée atteignait 36,7 milliards de francs. Elle était donc nettement plus élevée qu'en juillet (36,1 milliards de francs) et qu'au deuxième trimestre (35,9 milliards). Par rapport au mois correspondant de 2000, sa progression s'établissait à 6,4%.

Les billets en circulation, qui constituent environ 90% de la monnaie centrale, jouent un rôle déterminant dans l'évolution de cet agrégat à moyen et long terme. En août, les billets en circulation dépassaient de 5,6% leur niveau du même mois de 2000. Une fois encore, les coupures de mille francs ont affiché la plus forte expansion (6,9% à fin août). En revanche, la progression des coupures n'excédant pas 100 francs – ces billets reflètent mieux la demande d'encaisse en vue de transactions – était modeste. En l'espace d'une année, la demande de coupures de dix francs a augmenté de 1,2%, et celle de coupures de vingt francs, de 4,9%; les taux de croissance étaient de 5,2% pour les coupures de cinquante francs et de 2,9% pour celles de cent francs.

Les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale – la seconde composante de la monnaie centrale – fluctuent d'un

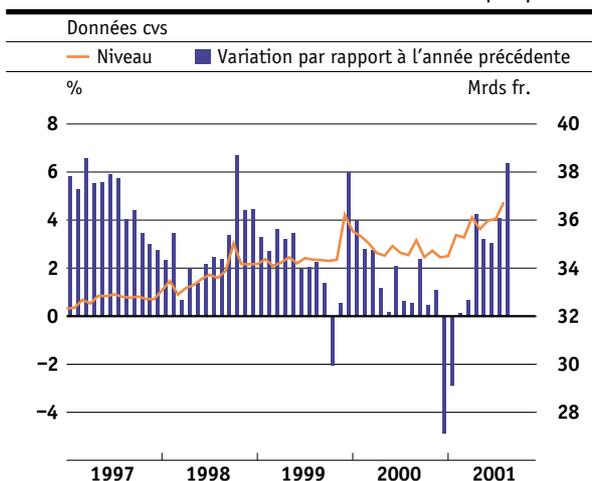
mois à l'autre beaucoup plus que les billets en circulation. En juillet, les avoirs en comptes de virements étaient légèrement inférieurs à 3 milliards de francs, pour la première fois depuis octobre 2000. Ils se sont de nouveau accrus en août pour atteindre 3,4 milliards de francs, soit un niveau proche de leur moyenne du deuxième trimestre (3,3 milliards). En août, ils dépassaient de 13,9% le montant observé un an auparavant.

Progression de M_3 en comparaison annuelle

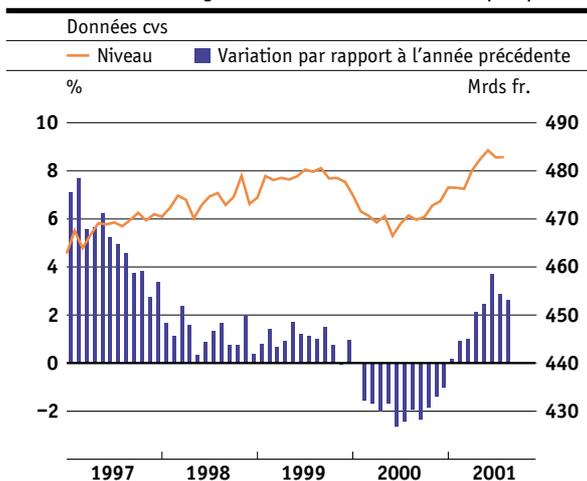
L'agrégat monétaire au sens large M_3 n'a pas cessé de croître – en données corrigées des variations saisonnières – jusqu'en juin; il a ensuite marqué un léger repli. La baisse des taux d'intérêt à court terme, en mars, n'a eu que de faibles répercussions sur la composition de cet agrégat. Les dépôts à terme ont progressé plus lentement, mais sont restés, avec le numéraire en circulation, les seules composantes de M_3 qui, en juillet, enregistraient encore une expansion. Les dépôts à vue, les comptes de transactions et les dépôts d'épargne ont diminué légèrement entre avril et juillet.

En juillet, l'agrégat M_3 était 2,9% au-dessus de son niveau du même mois de 2000. En comparaison annuelle toujours, le numéraire en circulation s'est accru de 5,7%, et les dépôts à terme, de 26,5%. Les autres composantes ont fléchi, soit de 1,4% pour les dépôts à vue, de 0,3% pour les comptes de transactions et de 5,8% pour les dépôts d'épargne. Des transferts de fonds des dépôts d'épargne vers les dépôts à terme ont été observés, bien que l'écart entre les rémunérations servies sur les fonds d'épargne et les dépôts à court terme se soit légèrement resserré en un an.

Monnaie centrale Graphique 2.8



Masse monétaire M_3 Graphique 2.9



Source pour graphiques 2.8 et 2.9: BNS

Monnaie centrale

Tableau 2

	1999	2000	2000			2001				
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	juin	juillet	août
Billets en circulation ¹	30,8	31,6	31,3	31,0	31,8	32,4	32,5	32,6	32,8	32,7
Variation ²	4,2	2,4	2,7	2,7	-0,5	0,9	3,9	4,6	5,2	5,6
Avoirs en comptes de virements ¹	3,7	3,2	3,3	3,2	3,1	3,1	3,3	3,2	2,9	3,4
Variation ²	-9,2	-12,0	-11,5	-11,0	-10,8	-9,8	0,4	-11,5	-8,8	13,9
MC ^{1,3}	35,5	34,8	34,6	34,3	34,9	35,5	35,8	35,8	35,7	36,1
MCD^{1,4}	34,5	34,8	34,7	34,8	34,5	35,1	35,9	36,0	36,1	36,7
Variation ²	2,4	1,1	1,2	1,2	-1,2	-0,7	3,5	3,0	4,1	6,4

Agrégats monétaires au sens large⁵

Tableau 3

	1999	2000	2000			2001				
			2e trim. ^p	3e trim. ^p	4e trim. ^p	1er trim. ^p	2e trim. ^p	juin ^p	juillet ^p	août ^p
Numéraire en circulation	3,4	2,5	2,5	2,5	1,4	1,4	3,9	4,9	5,7	5,8
Dépôts à vue	11,2	-4,6	-5,6	-8,8	-4,6	-4,4	-2,1	-1,4	-1,4	-1,4
Comptes de transactions	7,0	0,3	0,7	-2,4	-3,0	-4,0	-1,8	-0,1	-0,3	-0,3
M₁	8,6	-1,9	-2,3	-5,0	-3,2	-3,4	-1,1	0	0	0,1
Dépôts d'épargne	-2,5	-8,5	-8,4	-9,7	-10,2	-8,5	-6,9	-6,4	-5,8	-5,4
M₂	2,9	-5,1	-5,3	-7,3	-6,5	-5,8	-3,8	-3,0	-2,7	-2,5
Dépôts à terme	-8,3	17,7	16,0	26,9	27,7	35,2	33,7	35,2	26,5	24,0
M₃	1,0	-1,6	-2,0	-2,1	-1,2	0,8	2,9	3,8	2,9	2,6

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

2 En % par rapport à l'année précédente

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

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

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

p Chiffres provisoires

2.4 Crédits et marché des capitaux

Accroissement des crédits en Suisse

A fin juin, les crédits accordés par les banques suisses à des débiteurs en Suisse atteignaient 660 milliards de francs environ. Ils dépassaient de 26 milliards de francs ou 4,2% le niveau enregistré un an auparavant. Leur croissance était ainsi très proche de celle de la masse monétaire M_3 (3,8% en juin).

Croissance équilibrée des deux composantes des crédits

Du total des crédits à la clientèle suisse, 73% étaient des créances hypothécaires et 27% des créances sur la clientèle. Ces deux composantes ont augmenté à des rythmes presque identiques. En effet, les créances hypothécaires se sont accrues de 3,6%, et les créances sur la clientèle, de 4,2%.

Crédits à la clientèle suisse – Progression dans toutes les catégories de banques

Toutes les catégories de banques ont participé à l'expansion des crédits à la clientèle suisse. Ces crédits ont progressé de 1,7% dans les banques cantonales et de 1,9% dans les banques régionales. Leur augmentation a été beaucoup plus forte dans les grandes banques (3,1%) et, surtout, dans la catégorie «autres banques» (15%). Des quatre catégories de banques, les «autres banques» ont ainsi enregistré l'expansion la plus vive, tant en pourcentage qu'en montant (13 milliards de francs). Les banques commerciales – une sous-catégorie des «autres banques» – ont très fortement accru leurs crédits en Suisse, en particulier leurs hypothèques.

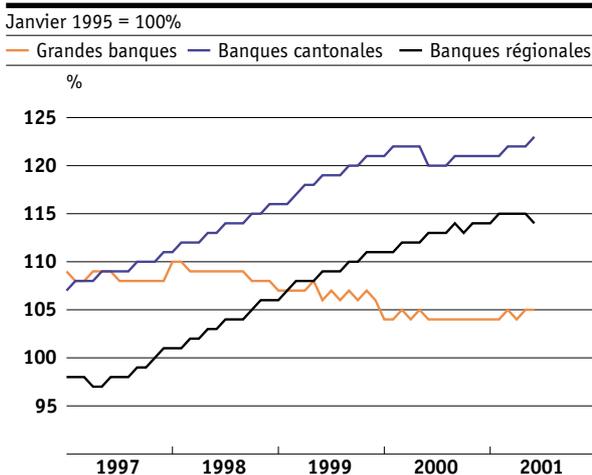
Les crédits des grandes banques à la clientèle suisse ont augmenté surtout pendant les six premiers mois de l'année, et cette progression a largement compensé le repli observé en 2000. En comparaison à long terme, ils ont peu progressé. A fin juin, les crédits en Suisse des grandes banques dépassaient à peine leur niveau de fin 1996. En revanche, ceux de plusieurs autres catégories de banques se sont accrues sensiblement pendant cette même période.

Peu d'émissions sur le marché des capitaux

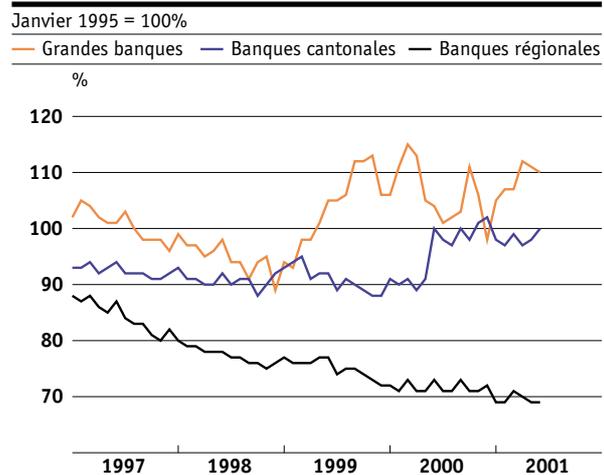
Le deuxième trimestre n'a pas apporté de revirement de tendance sur le marché suisse des capitaux. Les émissions sont restées à un niveau historiquement bas. Cette constatation concerne les émissions des débiteurs suisses, mais aussi, dans une moindre mesure cependant, celles des emprunteurs étrangers. Les remboursements ayant été supérieurs à leur moyenne à long terme, le recours net au marché suisse des capitaux a porté sur un faible montant, comme au premier trimestre. Du côté des actions suisses, le prélèvement net a augmenté d'un trimestre à l'autre, mais cette progression n'a pas modifié la tendance générale.

Par rapport au premier trimestre, la répartition des émissions selon leur durée a peu varié. Dans le compartiment suisse, les échéances longues ont joué une fois encore un rôle dominant. Dans le segment étranger, les émissions ont porté avant tout sur des durées courtes et moyennes.

Créances hypothécaires en Suisse Graphique 2.10



Créances sur la clientèle en Suisse Graphique 2.11



	1999	2000	2000			2001	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Emprunts et actions, total							
Valeur d'émission ¹	75,7	82,4	20,6	23,8	16,2	19,3	14,9
Conversions/remboursements	40,9	53,6	12,1	12,3	13,4	15,8	11,8
Recours net	34,8	28,8	8,5	11,5	2,8	3,5	3,0
Emprunts obligataires suisses							
Valeur d'émission ¹	28,7	37,1	10,0	9,3	6,2	8,8	5,6
Conversions/remboursements	19,1	23,0	5,7	5,2	4,3	7,3	4,5
Recours net	9,6	14,1	4,4	4,2	1,9	1,5	1,1
Actions suisses							
Valeur d'émission ¹	5,0	8,9	2,3	3,1	1,6	0,9	1,4
Remboursements	2,6	5,7	2,0	1,9	0,9	0,9	0,5
Recours net	2,4	3,2	0,4	1,2	0,7	0,1	0,9
Emprunts obligataires étrangers²							
Valeur d'émission ¹	42,0	36,4	8,3	11,4	8,4	9,5	7,8
Remboursements	19,2	25,0	4,5	5,2	8,2	7,7	6,8
Recours net ³	22,7	11,5	3,7	6,2	0,2	1,9	1,0

1 Selon la date de libération

2 Sans les emprunts
en monnaies étrangères

3 Sans les conversions

3 Demande globale et production

3.1 Produit intérieur brut et production industrielle

Ralentissement de la conjoncture

Au deuxième trimestre, la conjoncture a encore perdu de sa vigueur en Suisse. En taux annualisé, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2% – selon des chiffres révisés – du quatrième trimestre au premier de 2001, et de 1,7% seulement du premier au deuxième trimestre. Ce rythme est un peu inférieur à la tendance à long terme et au potentiel de l'économie suisse. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel s'est accru de 2%, contre 2,3% au premier trimestre.

La consommation privée, important soutien de la conjoncture

La consommation privée et les investissements en constructions ont une fois encore fortement contribué à la croissance du produit intérieur brut réel. Les stocks, qui ont augmenté, ont eux aussi joué un rôle important. Etant donné que leur vigoureuse expansion est due en partie à l'essoufflement de la demande, il faut s'attendre à ce que des effets moins favorables, voire négatifs, découlent des stocks ces prochains trimestres.

Les investissements en biens d'équipement et les exportations ont subi les plus fortes pertes de dynamisme. Ces deux composantes ont légèrement diminué en un an. Au premier trimestre, seules les exportations de services avaient marqué un repli. Les exportations de biens se sont tassées elles aussi au deuxième trimestre.

Le ralentissement sensible de la demande globale s'est traduit avant tout par une forte baisse de la croissance des importations. Les exportations ayant diminué, la contribution de l'extérieur est restée négative, mais pas autant qu'au premier trimestre.

Produit intérieur brut

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

Tableau 5

	1999	2000	2000			2001	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Consommation privée	1,3	1,2	1,3	1,4	0,5	1,5	1,3
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2	-0,1
Formation de capital fixe	0,9	1,5	1,5	1,2	1,8	0,5	0,1
Constructions	-0,4	0,3	-0,1	-0,1	0,5	0,2	0,2
Biens d'équipement	1,4	1,3	1,6	1,3	1,3	0,3	-0,1
Demande intérieure finale	2,3	2,7	2,7	2,6	2,2	2,1	1,4
Stocks	-0,8	0,1	0,5	-1,4	0,9	3,3	1,5
Exportations, total	2,5	5,1	5,0	5,1	3,8	1,7	-0,3
Demande globale	4,0	7,8	8,1	6,3	6,9	7,1	2,5
Importations, total	-2,4	-4,9	-5,0	-3,4	-4,4	-4,8	-0,6
PIB	1,6	3,0	3,1	2,9	2,5	2,3	2,0

Sources: OFS et seco

Nouveau refroidissement de la conjoncture dans l'industrie

Le tassement de la conjoncture a engendré de sensibles répercussions sur le secteur industriel. Les entreprises actives dans le domaine de l'information et de la communication ont été les plus affectées car elles ont dû faire face à une baisse brutale de la demande (voir également chiffre 7 ci-après).

La «marche des affaires dans l'industrie», qui est établie mensuellement par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, s'est encore détériorée entre avril et juillet. En avril, cet indicateur a passé dans la zone négative, pour la première fois depuis plus d'un an et demi. Néanmoins, il était toujours à un niveau bien supérieur à ce qui avait été observé pendant la récession des années nonante.

Comme il fallait s'y attendre eu égard à l'augmentation des stocks et à la diminution de la réserve de travail, la croissance de la production industrielle s'est fortement ralentie. En outre, les entrées de commandes n'ayant plus guère progressé, les carnets de commandes se sont encore dégarnis, et les stocks de produits finis ont été de plus en plus considérés comme trop abondants.

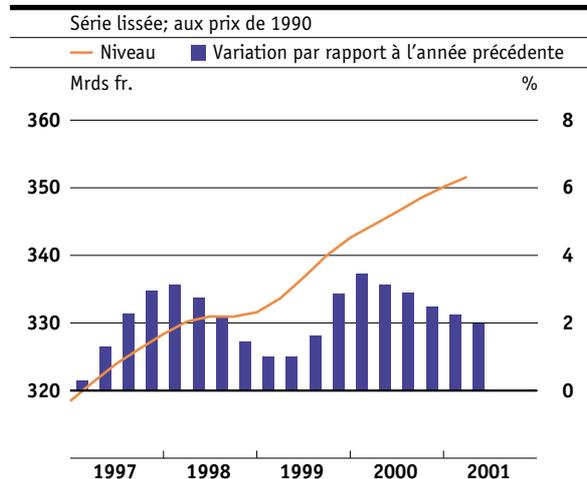
Ce ralentissement a touché d'abord l'industrie axée sur l'exportation, puis s'est étendu ces derniers mois aux branches produisant avant tout pour le marché intérieur. Ces branches ont cependant continué à enregistrer une faible progression de la production et des commandes, alors que l'industrie d'exportation est entrée dans une phase de légère contraction.

Confiance ébranlée

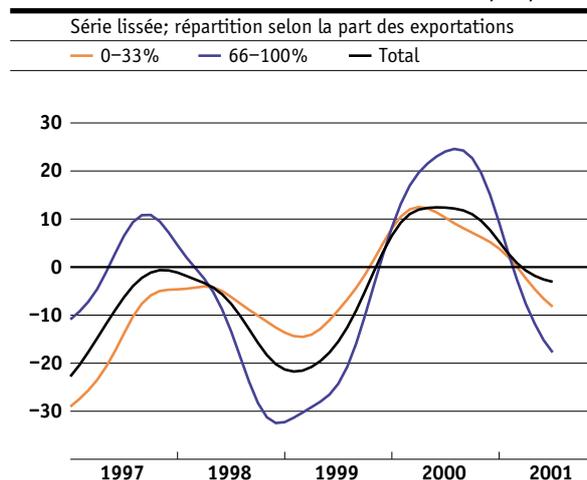
Dans l'industrie, les indicateurs avancés se sont encore dégradés entre avril et juillet, mais pas dans la même proportion qu'au début de l'année. Pour les trois prochains mois, les entreprises ont dans l'ensemble planifié une production identique et des achats un peu moins élevés de biens intermédiaires.

L'industrie – qu'elle produise pour l'exportation ou avant tout pour le marché intérieur – a de nouveau évalué ses perspectives à court terme avec une confiance prudente; une légère hausse des commandes est attendue pour les trois prochains mois. L'industrie axée surtout sur le marché suisse projette d'accroître encore sa production, alors que les branches exportatrices prévoient une stagnation. En revanche, ces deux secteurs ont porté des jugements beaucoup plus sceptiques qu'il y a quelques mois sur les perspectives à moyen terme.

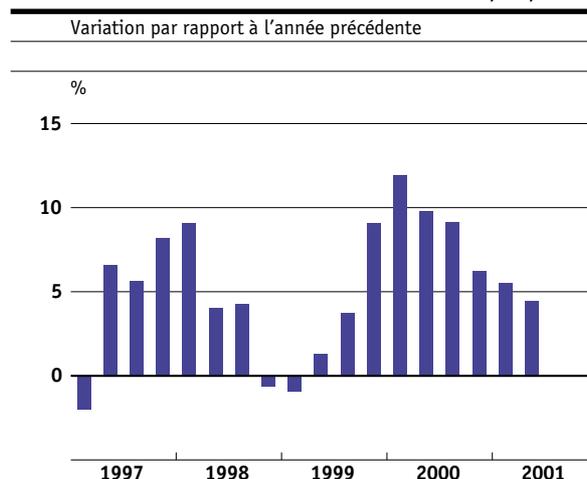
Produit intérieur brut Graphique 3.1



Marche des affaires dans l'industrie Graphique 3.2



Production industrielle Graphique 3.3



Graphique 3.1: Estimations trimestrielles, annualisées.
Source: seco

Source pour graphique 3.3: OFS

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

3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes

Net ralentissement de l'essor des exportations de biens

Au deuxième trimestre, la croissance des exportations¹ a fléchi. En comparaison annuelle, le volume des exportations de biens a augmenté de 3,8% en données corrigées des jours ouvrables, contre 10,1% au début de l'année.

Les exportations de matières premières et produits semi-finis ont subi un retournement de tendance particulièrement fort. En comparaison annuelle, elles ont diminué de 0,9% au deuxième trimestre, alors qu'elles progressaient encore de 9,1% le trimestre précédent. Les livraisons de biens d'équipement ont elles aussi perdu une grande partie de leur vigueur. Leur progression était de 3,1%, contre 11,4% au début de l'année. Les exportations de machines textiles en particulier ont chuté. En revanche, celles de biens de consommation se sont accrues de 8,2%, soit à un rythme à peine inférieur à ce qui avait été observé au premier trimestre. La demande de produits pharma-

ceutiques s'est avérée particulièrement résistante à l'affaiblissement conjoncturel.

Croissance plus faible des exportations vers l'UE et les Etats-Unis

Au deuxième trimestre, les exportations (en valeur) vers l'UE dépassaient de 7,6% leur niveau de la même période de 2000; leur progression s'élevait encore à 13,3% au premier trimestre. Seules les livraisons à l'Italie et à quelques petits pays de l'UE ont enregistré des taux de croissance à deux chiffres. En outre, la demande de l'Europe centrale était toujours très vigoureuse. Au premier semestre, les livraisons à cette région, qui représentent 2,5% des exportations suisses globales, étaient supérieures de 15% à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente.

Les exportations vers les Etats-Unis ont marqué un nouveau ralentissement. Leur croissance annuelle, qui atteignait près de 10% au premier trimestre, s'établissait à 7,9% au deuxième trimestre. En revanche, les ventes au Japon ont continué à croître fortement (+15%).

Exportations, selon l'utilisation des marchandises, en termes réels²

Tableau 6

Variation en % par rapport à l'année précédente³

	1999	2000	2000			2001	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Total	3,4	7,1	7,2	7,5	3,7	6,7	3,8
Matières premières et produits semi-finis	1,9	9,6	12,2	8,6	6,4	5,8	-0,9
Biens d'équipement	2,5	9,9	9,4	11,8	9,5	8,0	3,1
Biens de consommation	5,5	2,4	1,1	2,7	-3,6	6,1	8,2
Valeurs moyennes à l'exportation	1,4	3,3	4,0	3,7	2,4	3,5	4,5

Importations, selon l'utilisation des marchandises, en termes réels²

Tableau 7

Variation en % par rapport à l'année précédente³

	1999	2000	2000			2001	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Total	8,2	7,0	9,3	3,4	7,7	5,8	1,1
Matières premières et produits semi-finis	3,5	8,1	8,4	8,6	3,1	3,9	4,2
Energie	-6,0	-0,8	-4,4	5,1	-2,5	12,5	12,7
Biens d'équipement	11,5	8,5	13,7	1,6	13,3	7,8	-6,8
Biens de consommation	10,4	5,8	8,0	1,1	7,6	4,7	4,1
Valeurs moyennes à l'importation	-1,9	6,0	4,5	7,9	5,2	3,1	5,1

1 Les chiffres mensuels des exportations et des importations de la Direction générale des douanes sont analysés dans ce chapitre. A la différence des chiffres qui sont publiés dans le cadre de la comptabilité nationale, les échanges extérieurs très volatils de métaux précieux, de pierres gemmes, d'objets d'art et d'antiquités ne sont pas pris en considération (total 1).

En outre, les données corrigées des jours ouvrables sont commentées. Le deuxième trimestre de 2001 ayant compté autant de jours ouvrables que le trimestre correspondant de l'an 2000, les taux de croissance du commerce extérieur, en données corrigées des jours ouvrables, correspondent aux chiffres non corrigés. Les taux officiels figurent dans les tableaux 6 et 7 ainsi que dans le graphique 3.5

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

3 Données non corrigées des jours ouvrables
Source: Direction générale des douanes

Exportations accrues vers les pays nouvellement industrialisés

Les exportations vers les pays nouvellement industrialisés d'Asie orientale ont légèrement diminué (-1,3%), alors qu'elles augmentaient encore de 9,1% au premier trimestre. En revanche, les livraisons à la Chine ont conservé un rythme d'expansion très fort (+23,5%). De même, les ventes aux pays latino-américains nouvellement industrialisés ont elles aussi enregistré des taux d'expansion à deux chiffres.

Tendances pour le second semestre

Compte tenu du recul des commandes confiées à l'industrie d'exportation, les ventes à l'étranger devraient avoir tendance à diminuer au cours des prochains mois. En juillet, les exportations de biens n'étaient supérieures que de 2,1%, en volume, à leur niveau du même mois de 2000; en outre, les ventes aux Etats-Unis ont même diminué en valeur, pour la première fois depuis longtemps.

Du fait de l'incertitude politique accrue, il faut s'attendre également à une baisse des recettes tirées du tourisme et des transports internationaux.

Ralentissement marqué des importations

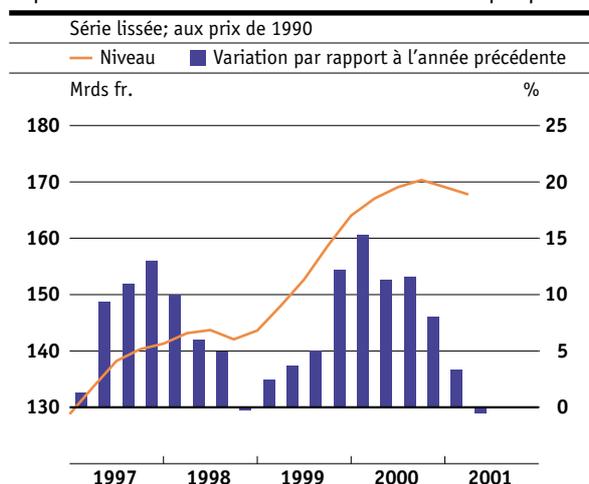
Le refroidissement de la conjoncture en Suisse s'est traduit notamment par un déclin sensible de la croissance des importations. Au deuxième trimestre, les importations de biens ne dépassaient plus que de 1,1%, en volume, le niveau observé un an auparavant; au premier trimestre, leur expansion était encore de 9,2%.

Ce ralentissement est dû surtout à l'inversion abrupte de la tendance qui a été observée pour les biens d'équipement. En effet, les importations de

biens d'équipement ont reculé de 6,8%, alors qu'elles enregistraient encore une expansion de 11,3% au premier trimestre. Ce mouvement s'explique par la forte réduction des achats d'avions à l'étranger. Sans cette composante volatile, leur repli aurait probablement été proche de 4%. De plus, les importations de machines et appareils destinés au secteur des services ont beaucoup perdu de leur vigueur.

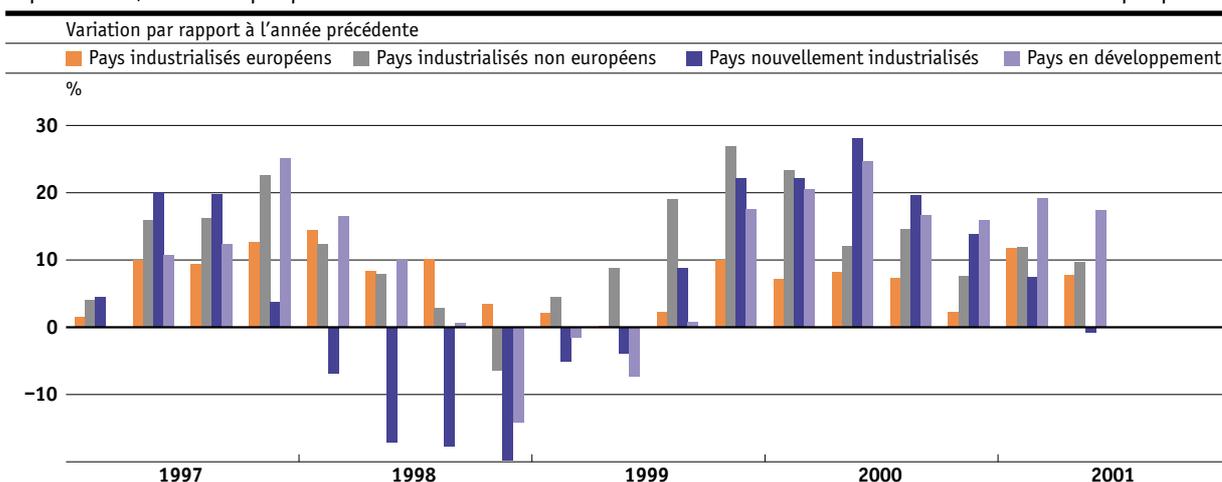
Les importations de biens de consommation ainsi que de matières premières et produits semi-finis ont elles aussi marqué un ralentissement, mais dans une moindre mesure. En comparaison annuelle, la croissance des achats à l'étranger de biens de consommation a fléchi, passant de 8% au premier trimestre à 4,1% au deuxième. L'évolution de la demande de voitures est restée positive. Les importations de matières premières et produits semi-finis ont augmenté de 4,2% (premier trimestre: 7,2%), et ceux d'agents énergétiques, de 12,7%.

Exportations Graphique 3.4



Exportations, ventilées par partenaires commerciaux

Graphique 3.5



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

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

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

Les indices des valeurs moyennes à l'exportation et à l'importation, qui sont publiés par la Direction générale des douanes, ont continué leur mouvement de hausse au deuxième trimestre. Celui des exportations dépassait de 4,5% (premier trimestre: 3,5%) le niveau observé un an auparavant; celui des importations a augmenté de 5,1% (3,1%). Ce sont surtout les prix pétroliers qui ont poussé les prix des biens importés à la hausse.

Repli de l'excédent de la balance des transactions courantes

En comparaison annuelle, les exportations de biens ont progressé en valeur de 8,5% au deuxième trimestre, et les importations de biens, de 6,3% (commerce spécial, en données non corrigées des jours ouvrables). La balance commerciale a dégagé un excédent de 0,3 milliard de francs, alors qu'elle avait encore enregistré un déficit de 0,4 milliard au deuxième trimestre de 2000. Le solde actif de la balance des services a diminué, passant de 5,3 milliards au deuxième trimestre de 2000 à 5,1 milliards de francs au même trimestre de 2001. Les recettes provenant des transports internationaux ont augmenté. Les recettes tirées du tourisme ont elles aussi progressé légèrement, mais les dépenses, dans cette branche, se sont sensiblement accrues. Par contre, les commissions bancaires ont régressé. L'excédent des revenus de facteurs – revenus du travail et de capitaux – a atteint 8,3 milliards de francs, soit un montant nettement inférieur à celui du deuxième trimestre de 2000. Cette diminution est due avant tout

à la baisse des recettes nettes découlant des investissements de portefeuille. Ainsi, la balance des transactions courantes a dégagé un solde actif de 10,7 milliards de francs au deuxième trimestre, contre 12,5 milliards un an auparavant. Ce montant correspond à 10,1% du produit intérieur brut nominal, après 12,3% au deuxième trimestre de 2000.

3.3 Investissements

Progression ralentie des investissements en constructions

En termes réels, les investissements en constructions se sont accrus plus lentement au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, ils ont augmenté de 1,6%, contre 2,1% à la période précédente. Il ressort de l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ pour le deuxième trimestre que le génie civil a obtenu de bien meilleurs résultats que la construction de bâtiments.

Cette enquête laisse présager une nouvelle perte de dynamisme des investissements en constructions. Selon les prévisions des entreprises de ce secteur, les entrées de commandes diminueront au second semestre et les prix baisseront. L'incertitude conjoncturelle croissante pèsera avant tout sur les travaux à réaliser pour le secteur privé, tandis que les grands projets d'infrastructure du secteur public devraient continuer à soutenir le génie civil. Aucune impulsion ne devrait venir du secteur du logement. En effet, le nombre des permis de construire était, au deuxième trimestre, et pour la quatrième fois consécutive, nettement au-dessous du chiffre observé un an auparavant.

Balance des transactions courantes soldes en milliards de francs

Tableau 8

	1999 ¹	2000 ²	2000 ²			2001 ³	
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Biens	-0,3	-4,2	-0,4	-0,4	-1,5	-3,5	-0,9
Commerce spécial ⁴	1,0	-2,1	-0,4	-0,3	-0,9	-0,2	0,3
Services	20,0	23,3	5,3	5,6	5,6	6,5	5,1
Tourisme	1,6	2,2	0,1	0,4	0,2	1,5	-0,1
Revenus du travail et de capitaux	31,4	40,5	9,2	9,4	11,3	9,1	8,3
Revenus de capitaux	37,8	47,5	10,9	11,2	13,1	10,9	10,2
Transferts courants	-7,5	-6,4	-1,6	-1,7	-1,6	-1,7	-1,8
Total de la balance	43,5	53,2	12,5	12,9	13,8	10,5	10,7

1 Chiffres révisés

2 Chiffres provisoires

3 Estimations

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

La détérioration du climat des affaires dans le secteur de la construction se traduit aussi par une propension à investir plus prudente des entreprises: selon l'enquête trimestrielle de la Société suisse des entrepreneurs, les dépenses pour l'acquisition de machines et d'autres biens d'équipement étaient, au premier semestre, inférieures de plus de 10% à leur niveau de la période correspondante de 2000; pendant quatre ans, ces dépenses s'étaient très fortement accrues.

Selon l'indice des prix de la construction, calculé semestriellement par l'Office fédéral de la statistique (OFS), les coûts de la construction ont encore fortement augmenté entre octobre et avril; les majorations de prix dans le génie civil – 7,2% en taux annualisé – étaient très supérieures à la moyenne. Par conséquent, le déflateur dans la construction était de 4%, en comparaison annuelle, tant au premier trimestre qu'au deuxième.

Nouvelle hausse des prix de l'immobilier

Au deuxième trimestre, la hausse des prix s'est accélérée sur le marché immobilier, à la suite notamment de la forte raréfaction de l'offre. Selon les indications fournies par le bureau Wüest & Partner, le nombre des appartements mis en location a fléchi de plus d'un tiers par rapport au deuxième trimestre de 2000, et les surfaces de bureaux offertes sur le marché ont diminué de 11%. En comparaison annuelle, les loyers des logements ont renchéri de 2,4% du fait surtout des sensibles augmentations de prix appliquées aux locations d'appartements neufs. Les prix des appartements à vendre se sont accrues de 4,1%, et ceux des maisons familiales, de 1,4%. Les prix des surfaces de bureaux ont marqué une hausse encore plus forte, soit de 5,7%.

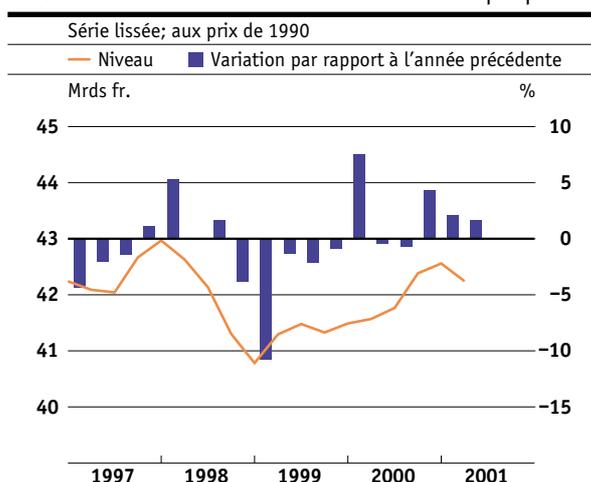
Investissements en constructions en 1999 et 2000

Selon les chiffres révisés de l'OFS, les investissements en constructions ont augmenté, en termes réels, de 2,1% en 2000; le Secrétariat d'Etat à l'économie (seco) avait d'abord estimé leur croissance à 2,7%. Cette progression plus faible est due principalement à la hausse du déflateur dans la construction, déflateur qui a passé de 3,8% à 4,6%. Les chiffres afférents à l'année 1999 ont été révisés à la hausse. Ainsi, les investissements en constructions ont reculé non pas de 5,3%, mais de 3,3% en 1999.

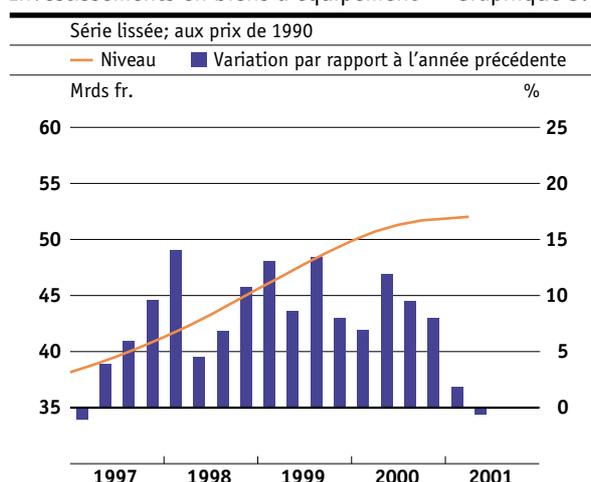
Net affaiblissement des investissements en biens d'équipement

Après quatre ans de forte croissance, les investissements en biens d'équipement ont perdu beaucoup de leur vigueur au premier semestre de 2001. Au deuxième trimestre, ils étaient inférieurs de 0,6%, en termes réels, au niveau observé un an auparavant; au premier trimestre déjà, ils n'avaient progressé que de 1,9%. En volume, les importations de biens d'équipement ont nettement diminué au deuxième trimestre; les achats à l'étranger de machines de bureaux et d'appareils électroniques ont enregistré un recul particulièrement important. En outre, Swissmem (organisation faïtière de l'industrie suisse des machines, des équipements électriques et des métaux) a annoncé une forte réduction du chiffre d'affaires réalisé avec les biens d'équipement sur le marché intérieur (-9,4%). Comme le déflateur a augmenté de 1,4% entre le deuxième trimestre de 2000 et la période correspondante de 2001, la baisse du chiffre d'affaires était encore plus forte en termes réels.

Investissements en constructions Graphique 3.6



Investissements en biens d'équipement Graphique 3.7



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

3.5 Taux d'utilisation des capacités de production

Le taux d'utilisation des facteurs de production d'une économie nationale est un élément important de l'appréciation des risques inflationnistes. Deux indicateurs permettent avant tout de mesurer le taux d'utilisation des capacités de production. Il s'agit de l'écart de production, lequel mesure la différence entre l'évolution du produit intérieur brut réel, effectivement observée, et le rythme de croisière à long terme (sentier de croissance potentielle du PIB), ainsi que du taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie, taux qui est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Écart de production inchangé

La croissance du produit intérieur brut réel a marqué un ralentissement au deuxième trimestre; elle s'est établie à 1,7%, ce qui correspond à peu près à son rythme de croisière à long terme. L'écart de production est resté inchangé à +0,4%.

Ce tassement de la croissance se reflète également dans l'enquête trimestrielle que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a menée dans l'industrie. Par rapport au premier trimestre, les capacités tant sur le plan technique que du personnel ont été moins souvent mentionnées comme frein à la production. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités techniques a diminué de 0,3 point au deuxième trimestre pour s'inscrire à 83,4% (après correction des variations saisonnières); ce niveau était ainsi légèrement inférieur à l'utilisation moyenne à long terme.

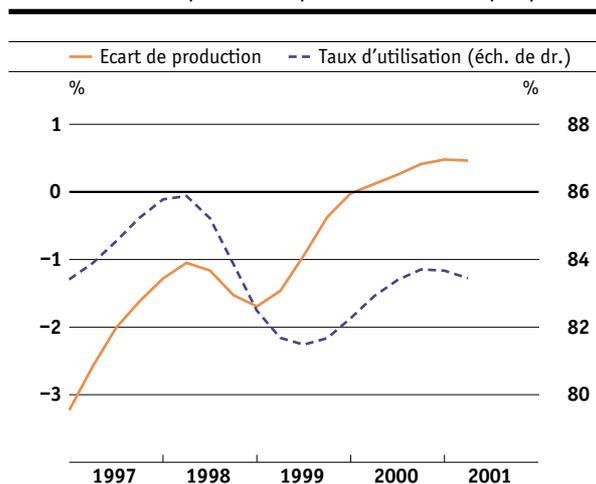
3.6 Perspectives conjoncturelles

Croissance du PIB: prévisions à la baisse

Du fait de l'affaiblissement de la conjoncture mondiale, qui s'est notamment reflété dans le repli des entrées de commandes, un nouveau ralentissement de la croissance économique est attendu en Suisse jusqu'à la fin de l'année. A la suite des attentats terroristes du 11 septembre, les risques conjoncturels se sont toutefois accrus dans le monde. En Suisse, le tassement de la croissance pourrait ainsi être plus prononcé que ce qui était encore prévu il y a peu.

La prévision du «Business Economists Consensus¹» (BEC) portant sur la croissance de l'économie suisse en 2001 était de 1,7% à fin septembre, contre 2% en juin. Les perspectives ont été révisées nettement pour les investissements et les exportations. Pour 2002, la prévision consensuelle de croissance du PIB est de 1,6% (juin: 2,2%).

Utilisation des capacités de production Graphique 3.9



Sources: BNS et Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ

1 Dix-huit économistes de quatorze banques, entreprises et instituts de recherches conjoncturelles ont contribué au «Business Economists' Consensus» (BEC) de fin septembre 2001.

Le BEC est établi et évalué par la Banque Cantonale de Zurich à la demande de l'association des Business Economists.

4 Marché du travail

4.1 Emploi

Léger recul de l'emploi

Le ralentissement conjoncturel a eu des répercussions sensibles et inattendues sur le marché du travail. Alors qu'un grand manque de main-d'œuvre avait prédominé jusque-là, les annonces de licenciements se sont multipliées durant l'été. Au deuxième trimestre, l'emploi a reculé de 0,3% (en données corrigées des variations saisonnières) par rapport à la période précédente; un tel repli n'avait plus été enregistré depuis 1997. En comparaison annuelle, il a progressé de 1%, après une hausse de 1,7% au premier trimestre. D'un trimestre à l'autre, le nombre des personnes employées à plein temps a diminué de 0,2%; il restait cependant supérieur de 0,7% à son niveau de la période correspondante de 2000. Le nombre des emplois a stagné dans la catégorie entre 50 et 89% du temps normal de travail, mais reculé de 0,9% dans celle de moins de 50%. Il s'est ainsi accru de respectivement 3% et 0,1% en comparaison annuelle.

L'emploi a fléchi de 0,1% dans l'industrie, de 0,5% dans la construction et de 0,3% dans les services. Alors que presque toutes les branches de l'industrie ont réduit leurs effectifs, les suppressions d'emplois se sont concentrées sur un petit nombre de branches du secteur des services, parmi lesquelles figurent la restauration et l'hébergement ainsi que les transports et communications.

Perspectives modérées en matière d'emploi

L'évolution des indicateurs avancés dans le domaine de l'emploi laisse entrevoir que la demande de main-d'œuvre continuera à fléchir. Selon l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ pour le deuxième trimestre, les entreprises ont annoncé, pour la première fois depuis le milieu de 1999, un effectif un peu trop élevé de leur personnel; au trimestre précédent, celui-ci avait été jugé comme étant encore nettement insuffisant. Dans la construction, la part des entreprises qui ont signalé un manque de personnel était toujours importante; elle a toutefois diminué dans l'ensemble. Dans le commerce de détail, l'effectif du personnel a été de plus en plus considéré comme trop élevé pendant les mois d'avril à juillet.

Une situation analogue ressort des enquêtes de l'OFS. Les perspectives en matière d'emploi se sont détériorées sensiblement tant dans l'industrie que dans la construction, mais nettement moins dans le secteur des services. Les entreprises ont toutefois annoncé qu'elles manquaient toujours de personnel qualifié.

L'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux, a fléchi à partir de mars, après avoir progressé sans discontinuer depuis le début de 1997. Le nombre des places vacantes annoncées ainsi que l'indice des places vacantes publié par l'OFS sur la base d'une enquête se sont eux aussi repliés au deuxième trimestre.

Marché du travail données brutes

Tableau 9

	1999	2000	2000		2001				
			2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	juillet	août
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	1,6	2,2	2,4	2,1	1,9	1,7	1,0	-	-
Personnes occupées à plein temps ¹	-0,2	1,0	1,1	1,2	1,0	1,4	0,7	-	-
Taux de chômage ^{2,3}	2,7	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	1,7	1,7	1,7
Chômeurs ³	98,6	71,9	70,5	63,7	66,1	69,2	61,1	60,2	61,1
Demandeurs d'emploi ³	170,9	124,7	126,0	113,0	112,7	113,8	103,2	100,5	100,6
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	2,8	0,7	0,6	0,1	0,3	0,8	0,8	1,0	-
Places vacantes annoncées ³	14,4	13,5	15,3	13,2	11,8	13,7	13,9	12,1	11,3

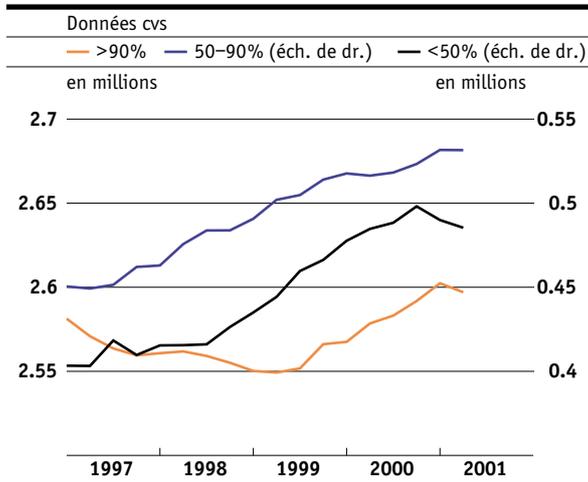
1 Variation en % par rapport à l'année précédente

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

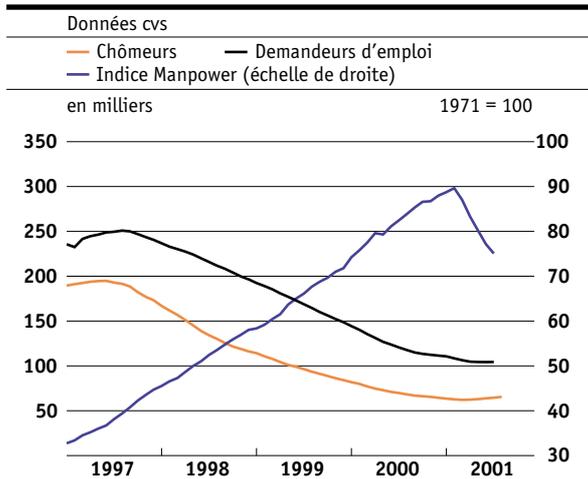
3 En milliers; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles.

Sources: seco et OFS

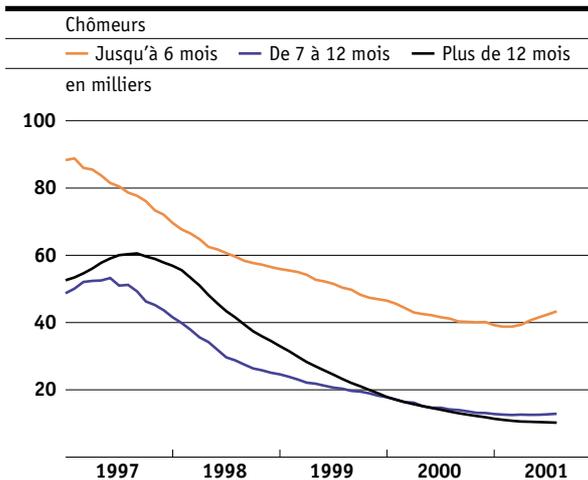
Personnes occupées Graphique 4.1



Chômage et places vacantes Graphique 4.2



Durée du chômage Graphique 4.3



Source pour graphiques 4.1 à 4.3: OFS

4.2 Chômage

Légère hausse du chômage

Depuis le mois de mai, le nombre des demandeurs d'emploi a cessé de reculer. En août, il s'inscrivait à 105 300 (en données corrigées des variations saisonnières); la part des demandeurs d'emploi à la population active est restée à 2,9%.

Le nombre des chômeurs inscrits auprès des offices du travail a augmenté jusqu'en août pour s'établir à 65 500, à savoir 3400 personnes de plus que le niveau plancher enregistré en mars. Le taux de chômage s'est accru de 0,1 point, passant à 1,8%. La durée moyenne du chômage a toutefois continué à reculer. Deux tiers environ des chômeurs étaient sans emploi depuis moins de six mois, ce qui s'est reflété également dans le nombre élevé des premières demandes d'indemnités de chômage. La part des chômeurs de longue durée a fléchi pour s'établir à 15,4% en août ou à 10 200 personnes.

Le taux de chômage a évolué de manière inégale sur le plan régional. En Suisse romande et au Tessin, il a augmenté de 0,2 point entre mars et août pour atteindre 2,8%. En Suisse alémanique, il est resté à 1,4%.

Le chômage partiel, qui était descendu à un très bas niveau, a marqué un léger accroissement. En juillet, 1600 personnes étaient touchées par le chômage partiel, contre 300 personnes au début de l'année.

Nombre toujours en hausse de la main-d'œuvre étrangère

Au deuxième trimestre, la demande de main-d'œuvre étrangère est restée élevée. La progression la plus forte a été enregistrée du côté des frontaliers ainsi que des travailleurs ayant un permis d'établissement; quant au nombre des travailleurs à l'année et à celui des saisonniers, il a augmenté un peu moins fortement.

5 Prix

5.1 Prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement annuel a reculé, passant de 1,8% en mai à 1,1% en août. En mai, la hausse des prix de l'essence et des loyers des logements a entraîné notamment une progression sensible de l'indice; en juin, les augmentations de prix dans l'alimentation ont contribué avant tout à cette évolution. Les baisses de prix de l'essence et de quelques produits alimentaires ainsi que des prix en fort recul dans l'habillement ont engendré, en juillet et en août, un nouveau repli de l'indice suisse des prix à la consommation.

Baisse des prix à l'importation – Nouvelle accélération du renchérissement intérieur

Comme on s'y attendait, le refroidissement de la conjoncture internationale a amené une détente sur les marchés du pétrole brut. Le renchérissement annuel des biens de consommation importés a ainsi diminué sensiblement à partir de mai. Par rapport aux mois correspondants de l'année précédente, les prix des biens de consommation étrangers ont reculé de 0,5% en juillet et de 1,3% en août. Abstraction faite des prix des produits pétroliers, l'indice des biens étrangers est resté presque inchangé jusqu'en juillet. En août, il a diminué nettement pour s'inscrire 2,2% au-dessous du niveau enregistré un an auparavant.

Des effets à la hausse des prix se sont par contre encore manifestés dans les biens indigènes, sous l'influence en particulier de la situation tendue sur le

marché du travail et du taux élevé d'utilisation des capacités de production. En mai, le renchérissement annuel des biens d'origine suisse s'est accru de 0,3 point pour atteindre 1,9%. Après avoir culminé à 2% en juin et en juillet, il est redescendu à 1,9% en août.

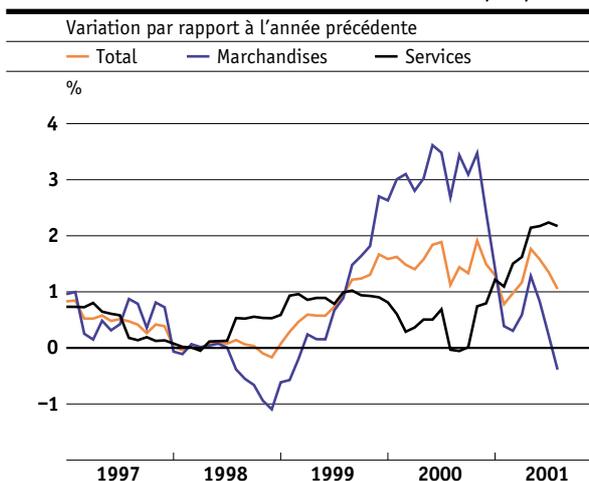
Hausse des prix plus forte dans les services

Dans les services, le renchérissement annuel a augmenté à un rythme supérieur à la moyenne pour atteindre 2,2% en août. Alors qu'il n'était que de 0,8% dans les services publics, il a passé à 2,5% en juillet dans les services privés; il a toutefois de nouveau faibli pour s'inscrire à 2,4% en août. Les loyers des logements, qui avaient enregistré une forte augmentation en mai surtout, ainsi que les hausses de prix persistantes dans la restauration et l'hébergement ont contribué à cette évolution. En outre, les effets modérateurs des baisses de prix dans les télécommunications ont disparu depuis avril.

Faible renchérissement des marchandises

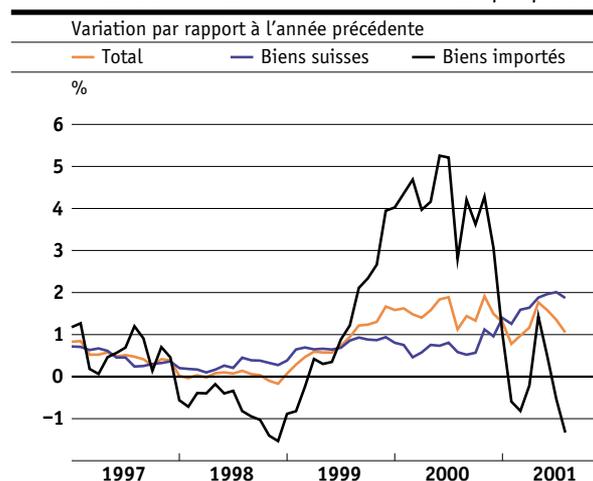
La pression sur le renchérissement des marchandises a nettement diminué. En août, les prix des marchandises ont reculé de 0,4% en comparaison annuelle. Le renchérissement des prix du groupe des marchandises non durables, auquel appartiennent notamment les produits pétroliers, s'est replié sensiblement à partir de mai pour s'établir à 1,6% en août. Les prix des marchandises semi-durables ont continué à régresser; entre mai et août, ils étaient en moyenne inférieurs de 2,4% au niveau observé un an auparavant. Quant aux prix des marchandises durables, ils ont commencé à baisser en juin; en août, l'indice s'inscrivait 0,9% au-dessous du niveau du mois correspondant de 2000.

Prix à la consommation Graphique 5.1



Source pour graphiques 5.1 et 5.2: OFS

Prix à la consommation Graphique 5.2



5.2 Inflation sous-jacente

Repli de l'inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente, telle que la Banque nationale la calcule et qui exclut les plus fortes variations de prix vers le haut et vers le bas (30% des biens entrant dans l'indice suisse des prix à la consommation n'y figurent pas), a augmenté de 0,2 point en mai, atteignant ainsi 1,8%. Par la suite, elle a fléchi pour s'établir à 1,6% en août. Le taux d'inflation sous-jacente est resté supérieur au renchérissement mesuré à l'indice des prix à la consommation. Cette situation montre que les facteurs spéciaux ayant un effet modérateur sur l'inflation ont joué un plus grand rôle que les éléments poussant les prix à la hausse.

Les deux taux d'inflation sous-jacente qui sont établis par l'OFS – ils écartent des groupes précis du panier de l'indice – ont nettement reculé en août. L'inflation sous-jacente 1, qui repose sur le panier de l'indice sans l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants, s'inscrivait à 0,8% en août, après s'être maintenue à 1,4% entre mai et juillet. L'inflation sous-jacente 2, qui exclut en outre les produits dont les prix sont administrés, a suivi une évolution semblable. Elle a passé de 1,5%, taux qui est resté constant jusqu'en juillet, à 0,8% en août.

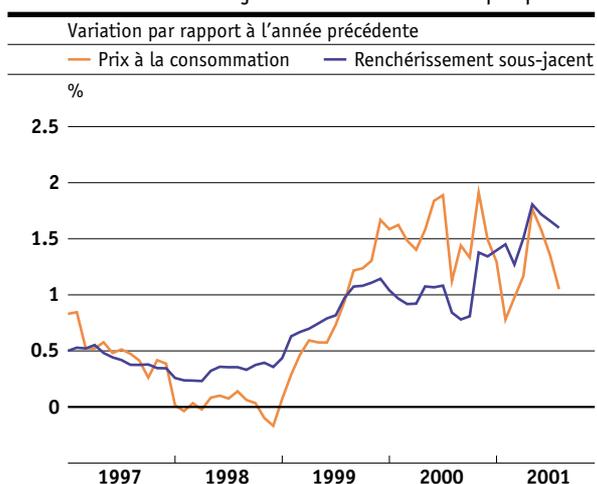
5.3 Prix de l'offre totale

Prix stables

Les prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) ont reculé au premier trimestre, puis sont restés stables entre mai et juillet. Le renchérissement annuel a ralenti, passant de 0,4% à 0,2%. Les prix des biens produits en Suisse ont subi une pression inchangée à la hausse. Mais le niveau des prix des marchandises importées a légèrement fléchi, les produits pétroliers étant devenus meilleur marché. La baisse de l'indice des prix à l'importation s'est établie en comparaison annuelle à 0,1% en mai, puis elle s'est renforcée pour atteindre 0,8% en juillet. Alors que les prix des matières premières et des produits semi-finis s'inscrivaient au-dessous de leur niveau d'il y a une année, ceux des biens de consommation et d'équipement ont marqué une hausse modérée.

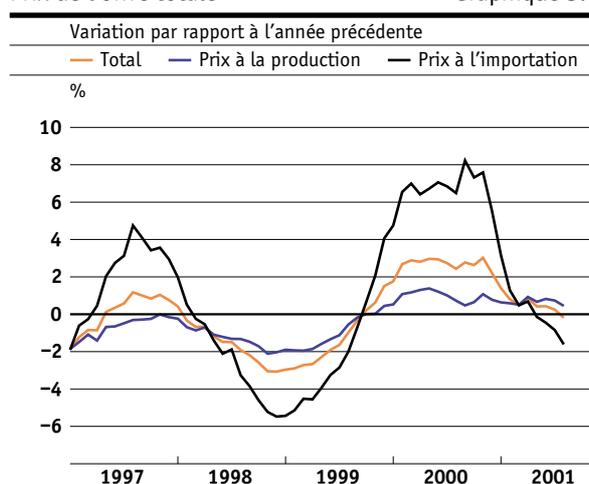
Après avoir subi une légère accélération en juin, la hausse annuelle des prix à la production a marqué un ralentissement en juillet pour s'établir à 0,7%. Les prix des matières premières étaient en juillet nettement inférieurs à leur niveau de la période correspondante de 2000 (-11,6%). Dans les produits semi-finis ainsi que dans les biens de consommation et d'équipement, le renchérissement est resté faible. La hausse des prix des biens produits en Suisse et destinés au marché intérieur s'est accélérée quelque peu entre mai et juillet, atteignant 0,8%. Le renchérissement annuel des biens destinés à l'exportation a enregistré une évolution analogue, puisqu'il a passé à 0,7% en juillet.

Renchérissement sous-jacent Graphique 5.3



Sources: OFS et BNS

Prix de l'offre totale Graphique 5.4



Source: OFS

6 Perspectives de renchérissement

6.1 Evolution des prix sur le plan international

Prix stables à l'importation

Les prix des produits pétroliers ont subi des pressions à la baisse au deuxième trimestre, en raison de la faiblesse de la croissance mondiale et de l'accroissement des stocks aux Etats-Unis. Cette année, les pays de l'OPEP ont procédé trois fois déjà à une réduction de la production de pétrole afin d'éviter l'effondrement des prix de l'or noir. La dernière diminution des quotas de production, qui s'est établie à 4%, a pris effet le 1^{er} septembre; elle a ramené la production journalière au niveau le plus bas observé depuis avril 1999. Etant donné la faiblesse de la conjoncture mondiale, la demande de produits pétroliers devrait continuer à s'accroître modérément. Aussi peut-on tabler, pour le proche avenir, sur des prix du carburant et du mazout stables en dollars. Les prix des autres produits importés, notamment ceux des métaux, subiront vraisemblablement une légère pression à la hausse.

6.2 Utilisation des capacités de production en Suisse

Faibles impulsions sur le renchérissement générées par le marché du travail

Les impulsions sur le renchérissement ont été générées cette année – contrairement à 2000 – en premier lieu par les prix des biens et des services produits en Suisse. La reprise de la conjoncture, qui avait été observée l'année passée, a entraîné des tensions parfois fortes sur le marché du travail. Depuis le début de 2001, le rythme de croissance de l'économie suisse a marqué un net ralentissement, de sorte que le marché du travail a enregistré une certaine détente. La pression sur les coûts, qui a découlé des salaires, ne devrait donc plus s'accroître. Même si les coûts unitaires du travail augmentaient en termes réels, la vive concurrence ne permettrait guère de répercuter cette hausse sur les prix à la consommation.

Baisse attendue des prix dans l'industrie

L'enquête du deuxième trimestre 2001 menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ indique que la pression à la hausse sur les prix ne se renforcera plus, notamment du côté des marchandises. Du côté des entreprises axées sur le marché intérieur, la proportion de celles qui s'attendent à un relèvement des prix de vente a fléchi nettement. En outre, la part de celles qui tablent sur des prix d'achat plus élevés a également reculé sensiblement.

Prix des services en hausse

L'évolution future des prix des services joue un grand rôle dans l'appréciation des perspectives de renchérissement. Du côté des loyers des logements, la hausse s'était accélérée vivement en novembre 2000, mais beaucoup plus modérément par la suite; elle était de 3,2% en juillet et de 3% en août. La comparaison entre les villes, qui est établie par Wüest & Partner, montre que la pénurie d'appartements s'est aggravée dans les zones urbaines de Zurich et de Genève. Dans les deux agglomérations, l'offre d'appartements a diminué de moitié en l'espace d'un an. Ainsi, il est possible de majorer fortement les loyers des appartements neufs et de ceux dont les locataires changent. En ce qui concerne les autres services du secteur privé, la pression à la hausse sur les prix ne devrait guère s'atténuer dans un proche avenir. Dans ce secteur également, la concurrence vive en général devrait toutefois avoir des effets plutôt modérateurs sur les prix.

6.3 Prédiction de renchérissement pour les années 2001 à 2003

Lors de l'appréciation trimestrielle de la situation en juin 2001, la Banque nationale avait réduit légèrement sa prédiction de renchérissement, qui s'était située alors entre 1,3% et 1,6% pour les années 2001 à 2003. Le réexamen de la prédiction de renchérissement, effectué en vue de l'analyse trimestrielle de la situation du 17 septembre 2001, n'a révélé aucun changement par rapport à juin. Pendant toute la période sur laquelle porte la prédiction, le taux d'inflation devrait s'inscrire nettement au-dessous de 2% et, partant, rester dans la zone assimilée à la stabilité des prix. La Banque nationale s'attend à ce que la conjoncture redémarre aux Etats-Unis et en Europe au cours du premier semestre de 2002. Dans sa prédiction, elle table également sur une relative stabilité de la relation de change entre le dollar et l'euro et sur un prix du pétrole d'environ 25 dollars le baril.

7 Appréciation portée par les comptoirs de la BNS sur la situation conjoncturelle

Les comptoirs de la Banque nationale sont en contact permanent avec de nombreuses entreprises des divers secteurs et branches de l'économie. Les principaux résultats tirés des entretiens menés de juin à août sur la situation actuelle et future de l'économie sont résumés ci-après.

7.1 Production

Au deuxième trimestre et durant les mois d'été, les entreprises ont senti nettement les effets du ralentissement conjoncturel. L'incertitude quant à l'évolution future s'est elle aussi accrue. Bien que le climat des affaires se soit sensiblement détérioré dans plusieurs branches, les entreprises étaient en majorité toujours satisfaites de l'environnement économique et conjoncturel dans lequel elles opéraient. Après l'évolution particulièrement favorable de la conjoncture en 2000, elles tablent sur une consolidation à un haut niveau, mais n'escomptent pas une récession. La plupart des entreprises estiment que le tassement de la conjoncture sera surmonté au plus tard dans un an. Une grande partie d'entre elles semblent être en mesure de supporter sans grands problèmes financiers le rétrécissement de leur marge, qui s'est produit au cours des derniers mois. Dans des cas isolés uniquement, la détérioration de la marche des affaires a entraîné des tensions sur le plan financier, en raison du haut niveau d'endettement.

Industrie

Le ralentissement de la conjoncture a touché les entreprises inégalement. A cet égard, la branche à laquelle elles appartiennent a joué un rôle déterminant, mais pas leur situation géographique. Des replis massifs des chiffres d'affaires et de la production ont été enregistrés dans les branches de la nouvelle économie (ordinateurs, télécommunications, électronique, mécanique de précision). Dans le domaine des produits en amont (chimie) et des biens d'équipement (métallurgie et machines), les affaires n'ont plus aussi bien marché qu'en 2000. Dans ces branches axées nettement sur les exportations, le refroidissement conjoncturel a épargné les produits qui ne sont pas soumis à une trop vive concurrence; il s'agit là de produits de niche hautement spécialisés. Les autres branches s'attendent pour le second semestre,

du fait de l'affaiblissement de la demande étrangère, à une détérioration de la marche des affaires. Les entreprises qui produisent des biens peu sensibles à l'évolution de la conjoncture (produits pharmaceutiques), des biens de consommation (électronique) ou des biens proches de ces derniers (biens intermédiaires pour l'industrie automobile européenne) ont été nettement moins exposés au refroidissement de la conjoncture que les autres entreprises.

Services

Au deuxième trimestre, des nouvelles négatives n'ont guère émané du commerce de détail. Une exception a constitué la vente d'ordinateurs et celle de montres et de bijoux dans les stations touristiques, ventes qui ont enregistré un net repli. Dans le secteur financier, les placements notamment ont fléchi en raison de la morosité régnant sur les places boursières. Une plus grande réserve a également été observée dans les crédits. Les entreprises de prestations de services, étroitement liées à la nouvelle économie, ont dû faire face à une attitude nettement plus restrictive en matière d'octroi de crédits.

Tourisme

Les informations qui sont parvenues de la branche du tourisme ont fait apparaître des différences régionales. Dans l'ensemble, la marche des affaires devrait être satisfaisante au deuxième trimestre; elle est toutefois restée au-dessous des attentes dans certaines régions. Le nombre des touristes suisses a progressé, alors que la demande étrangère était généralement en repli, notamment celle qui émanait d'Asie, mais aussi des Etats-Unis et d'Allemagne.

Construction

La construction dépend actuellement avant tout des projets de génie civil du secteur public. L'activité de construction a donc varié fortement d'une région à l'autre. Les grandes agglomérations ont profité d'une vive activité dans la construction de logements et de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services. Un tassement est toutefois escompté dans ce dernier segment.

7.2 Les composantes de la demande

Consommation privée

Au cours du premier semestre, en particulier à partir de mai, le commerce de détail a enregistré un accroissement de ses chiffres d'affaires dans la plupart des régions. Un certain tassement du climat de consommation a été observé dans quelques régions, notamment l'arc jurassien. Mais il reste bien orienté dans l'ensemble.

Biens d'équipement

La détérioration attendue de la conjoncture a de plus en plus freiné la propension à investir des entreprises. Peu nombreuses sont les entreprises qui ont prévu de procéder encore à des investissements visant à rationaliser ou à étendre leurs capacités.

Exportations

En particulier, les entreprises fortement axées sur les exportations et les fournisseurs des branches de l'information et des télécommunications ont annoncé un fléchissement abrupt des commandes au cours des derniers mois. Il devrait en découler au deuxième semestre un nouveau ralentissement des exportations suisses de marchandises. La plupart des entreprises ont ressenti avant tout l'affaiblissement de la demande des Etats-Unis et de l'Asie, alors que la conjoncture européenne est toujours considérée, par la majorité d'entre elles, comme robuste.

7.3 Marché du travail

Le nombre des entreprises qui ont décidé de ne plus engager de personnel, voire de réduire leur personnel, a marqué une vive progression depuis le dernier rapport de mai sur la conjoncture. Pour mieux atténuer les fluctuations de la production et éviter des licenciements, des contrats de travail d'une durée limitée n'ont en partie plus été reconduits ou le temps de travail annualisé a été introduit dans des entreprises. Comme précédemment, il y a eu des plaintes au sujet d'un manque de personnel qualifié et de fortes pressions correspondantes sur les salaires; ces plaintes n'ont toutefois plus retenu autant l'attention qu'auparavant.

7.4 Prix et marges

Dans la restauration et l'hébergement ainsi que dans l'industrie, pour quelques produits de niche, les entreprises ont pu relever leurs prix ces derniers mois. La plupart d'entre elles n'ont cependant pas été en mesure d'adapter les prix vers le haut, du fait de leur situation concurrentielle. Nombre d'entreprises considèrent leurs marges comme trop justes. Quelques-unes ont pris des mesures en vue de réduire les coûts, eu égard aux incertitudes de l'avenir. Dans la construction, les hausses de prix devraient ralentir au second semestre.

La révision des indices du cours du franc suisse, nominaux et réels, pondérés par les exportations

par Robert Fluri et Robert Müller, Direction de la statistique,
Banque nationale suisse, Zurich

L'indice nominal du cours du franc suisse, pondéré par les exportations, permet de mesurer la valeur externe du franc par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux de la Suisse. Une hausse de cet indice signifie une appréciation du franc (en termes d'unités monétaires étrangères, le franc renchérit). Une baisse indique par contre une dépréciation du franc (le franc devient meilleur marché). L'indice réel, pondéré par les exportations, mesure la valeur externe réelle du franc. Indice nominal corrigé de l'évolution des prix dans le pays et à l'étranger, il est souvent utilisé comme indicateur de la compétitivité d'une économie en termes de prix.

Depuis 1997, la Banque nationale suisse (BNS) publie des indices nominaux et réels du cours du franc. Les séries remontent à 1973. L'introduction de l'euro incite la BNS à réviser maintenant ses indices du cours de change. La révision comprend trois parties:

Dans le calcul des indices pondérés par les exportations, le nombre des partenaires commerciaux importants passe de 15 à 24 pays. L'Irlande, la Finlande et la Grèce, pays qui sont membres de l'Union économique et monétaire, mais qui n'étaient jusqu'ici pas pris en considération, ainsi que la Turquie, la Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, la Thaïlande et l'Australie entrent eux aussi dans le calcul.¹

Outre les indices totaux, nominal et réel, ainsi que les indices relatifs à diverses monnaies ou divers pays, de nouveaux indices pondérés par les exportations sont calculés pour l'Europe, l'Amérique du Nord et l'Asie.

Les nouveaux indices pondérés par les exportations sont calculés selon la méthode de Törnqvist.

1 Les nouveaux indices et leurs fondements

1.1 Composition

Les pays entrant dans la composition des indices remplissent une des deux conditions suivantes au moins:

- ils sont membres de l'UE;
- ils ont une part de plus de 0,5% dans les exportations suisses en 2000.

Les indices des prix à la consommation des pays d'Amérique du Sud n'étant pas disponibles de façon régulière et fréquente, aucun de ces pays n'a pu être

pris en considération, bien que plusieurs d'entre eux aient des parts supérieures à 0,5% dans les exportations suisses en 2000. Le tableau 1 indique la liste des pays compris dans les nouveaux indices ainsi que la part de chacun des 24 pays dans les exportations de la Suisse en 2000.²

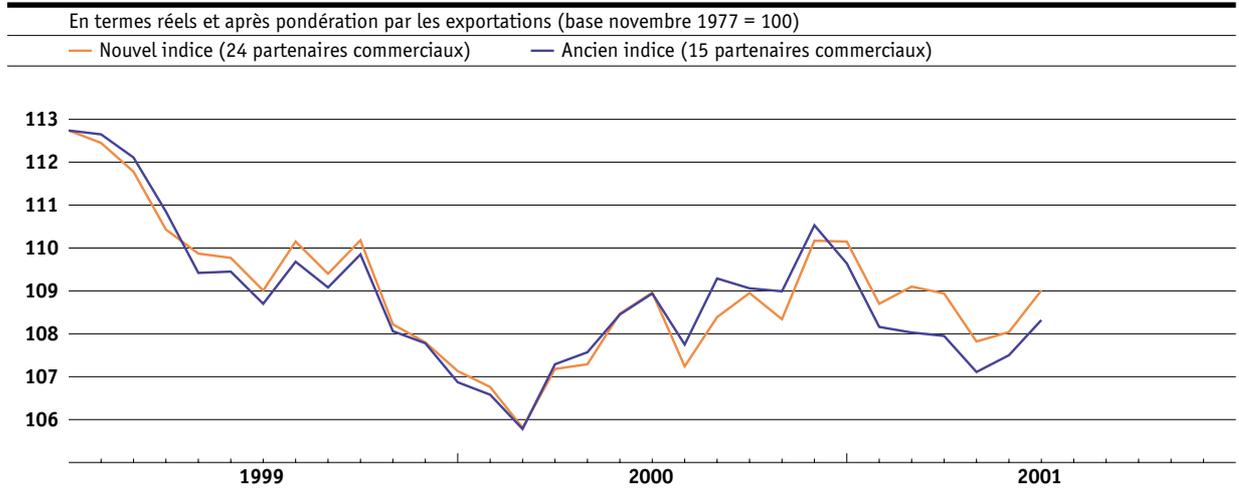
Les parts des divers pays ou zones monétaires dans les exportations servent à pondérer les monnaies comprises dans les indices totaux. Les pondérations sont adaptées chaque année. Les effets dits de tiers sur les marchés, c'est-à-dire la concurrence d'exportateurs de pays tiers que subissent les exportateurs suisses sur un marché donné, ne sont pas pris en considération à cause de la difficulté de les quantifier.

Pays entrant dans le calcul des indices du cours du franc, nominaux et réels, pondérés par les exportations et parts de ces pays dans les exportations totales de la Suisse Tableau 1

Zone économique ou pays	Parts dans les exportations (en %)
Indices totaux	100,00
Europe	72,02
Zone euro	61,17
Allemagne	25,75
France	10,55
Italie	9,24
Autriche	3,67
Pays-Bas	3,67
Espagne	3,33
Belgique/Luxembourg	2,28
Portugal	0,73
Finlande	0,71
Grèce	0,74
Irlande	0,50
Royaume-Uni	6,79
Suède	1,45
Turquie	1,22
Danemark	0,93
Norvège	0,46
Amérique du Nord	16,49
Etats-Unis	15,39
Canada	1,10
Asie	10,59
Japon	5,09
Hong Kong	2,57
Singapour	1,41
Corée du Sud	0,89
Thaïlande	0,63
Australie	0,90

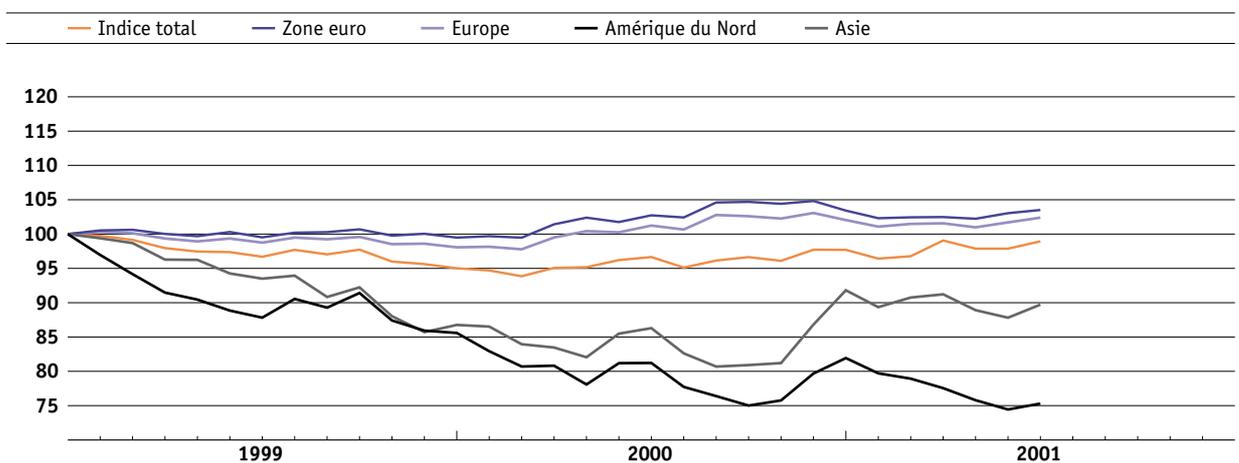
¹ L'ancien indice comprenait l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Autriche, les Pays-Bas, l'Espagne, la Belgique (y compris le Luxembourg), le Danemark, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Norvège, le Japon, le Canada et les Etats-Unis.

² Les pays hors d'Europe sont à peu près les mêmes que ceux du groupe dit restreint des indices de la Banque centrale européenne. Voir Bulletin mensuel de la Banque centrale européenne (avril 2000).



Evolution des indices du cours du franc, vis-à-vis de continents et zones économiques

Graphique 2



Les pays retenus absorbent quelque 90% des exportations suisses de marchandises, alors que la part des 15 pays des anciens indices se chiffrait à 81%. Les nouveaux indices sont donc construits à partir d'un choix plus représentatif de pays. Les pays pris en considération étant plus nombreux, la pon-

dération des pays industrialisés d'Europe et d'Amérique du Nord dans les indices totaux a diminué légèrement au profit des parts de l'Asie et de l'Australie. Le graphique 1 montre cependant que, jusque-là, ces effets n'ont pas été très importants.

1.2 Déflateurs

Le choix des déflateurs permettant de calculer les cours de change réels dépend surtout de l'objectif que vise l'indice du cours de change. On peut recourir notamment aux prix à la consommation, aux prix de l'offre totale ou aux coûts salariaux unitaires. Pour des raisons de comparabilité statistique et de disponibilité des données, l'indice des prix à la consommation est préférable aux autres indices. C'est pourquoi les indices de cours de change réels sont calculés, comme par le passé, à l'aide des indices nationaux des prix à la consommation.

Comme la zone euro ne dispose pas encore d'un indice des prix à la consommation calculé directement pour l'ensemble de la zone monétaire, on établit séparément les indices réels de cours de change relatifs aux divers Etats membres de l'Union économique et monétaire (UEM), puis on les réunit en un indice total pondéré. Les pondérations correspondent aux parts des divers Etats membres dans les exportations suisses vers les Etats de l'UEM. On continue ainsi de disposer d'indices des cours de change réels relatifs aux divers Etats membres de l'UEM. Comme les indices nominaux relatifs à tous les pays de la zone euro sont identiques, les écarts entre les différents indices réels ne reflètent que les divergences de renchérissement d'un pays à l'autre.

1.3 Période de référence

Dans un cas idéal, la période de référence (indice = 100) devrait être une période durant laquelle il y a parité des pouvoirs d'achat entre la Suisse et les pays figurant dans l'indice. Toutefois, la fixation d'une telle période est quasiment impossible en réalité, si bien que la marge de manœuvre demeure relativement grande. Du fait de l'importance de la zone euro pour les exportateurs suisses, le mois de janvier 1999, soit le début de la troisième étape de l'Union monétaire³, a été choisi comme période de référence (= 100).

1.4 Offre de données

La BNS calcule des indices mensuels, trimestriels et annuels relatifs à l'ensemble des 24 pays, à des zones économiques (UEM, Europe, Amérique du Nord et Asie) ainsi qu'aux divers pays. Les indices se fondent sur les valeurs moyennes des cours de change quotidiens. Les nouvelles séries commencent en janvier 1999. Le graphique 2 montre l'évolution des cours de change réels et pondérés relatifs à diverses zones économiques (base janvier 1999 = 100).

En règle générale, des séries remontant loin dans le temps sont très utiles à l'analyse économique. Les nouveaux indices nominaux et réels, pondérés par les exportations, ont donc été raccordés aux indices antérieurs (base 1977 = 100), si possible dans le cas des divers pays et groupes de pays également. On trouvera sur Internet les valeurs historiques des indices nominaux et réels raccordés (base 1999 = 100) relatifs à l'ensemble des pays, à l'Europe, à la zone euro et à l'Amérique du Nord. Pour la période antérieure à janvier 1999, aucune donnée ne peut être établie pour l'Asie et les zones monétaires ou pays suivants: Hong Kong, Singapour, la Corée du Sud, la Thaïlande et la Turquie. Le tableau 2 précise à partir de quand les séries raccordées sont disponibles.

Les indices totaux révisés et certains indices par pays (base janvier 1999 = 100) ont été publiés pour la première fois dans le numéro d'août du Bulletin mensuel de statistiques économiques de la Banque nationale suisse.

Disponibilité des indices des cours de change raccordés, réels et nominaux

Tableau 2

Zone économique ou pays	disponible depuis:
Indices totaux ⁴ , Europe ⁵ , zone euro ⁶ , Amérique du Nord, Allemagne, France, Italie, Autriche, Pays-Bas, Espagne, Belgique/Luxembourg, Portugal, Royaume-Uni, Suède, Danemark, Norvège, Etats-Unis, Canada, Japon	janvier 1973
Australie, Irlande, Finlande, Grèce	janvier 1994
Asie, Hong Kong, Singapour, Corée du Sud, Thaïlande, Turquie	janvier 1999

3 Transfert des compétences de politique monétaire des instituts d'émission nationaux à la Banque centrale européenne.

4 Jusqu'en décembre 1998: indice pondéré par les exportations vers 15 partenaires commerciaux, c'est-à-dire sans l'Irlande, la Finlande, la Grèce, la Turquie, Hong Kong, Singapour, la Corée du Sud, la Thaïlande et l'Australie

5 Jusqu'en décembre 1998: sans l'Irlande, la Finlande, la Grèce et la Turquie

6 Jusqu'en décembre 1998: sans l'Irlande, la Finlande et la Grèce

2 Fondements méthodologiques

2.1 Indices des prix

Le but d'un indice des prix est d'intégrer en un seul chiffre positif toutes les informations sur les variations de prix des divers biens⁷ entre la période de référence et la période de comparaison. Selon la théorie, un indice des prix $P(q_V, q_B, p_V, p_B)$ comprend non seulement les vecteurs de prix de la période de référence $p_B = (p_{1B}, \dots, p_{nB})$ et de la période de comparaison $p_V = (p_{1V}, \dots, p_{nV})$, mais aussi les vecteurs de quantités $q_B = (q_{1B}, \dots, q_{nB})'$ et $q_V = (q_{1V}, \dots, q_{nV})'$. $q_{iB} \geq 0$ et $q_{iV} \geq 0$ pour $i = (1, \dots, n)$ sont des vecteurs de quantités de consommation des n biens de consommation disponibles. Un indice statistique des prix peut être interprété comme une figure qui attribue un chiffre réel positif à un vecteur positif en $4n$ dimensions $v = (p_B, p_V, q'_B, q'_V)' \in \mathcal{R}_+^{4n}$ composé des vecteurs de prix et de quantités de la période de référence et de la période de comparaison⁸.

Pour agréger les prix et les quantités, on utilise souvent l'indice de Laspeyres ou l'indice de Paasche. Ces deux types d'indices se basent sur des moyennes arithmétiques pondérées. Ils se distinguent l'un de l'autre par le fait que les divers prix sont pondérés par les parts de dépenses de la période de référence dans l'indice de Laspeyres et par les parts de la période de comparaison dans l'indice de Paasche.

Les indices de cours de change pondérés par les exportations ont été calculés initialement d'après la méthode de Paasche. La pondération résultait de la statistique du commerce extérieur publiée chaque année par la Direction générale des douanes. Comme l'effet de domination⁹ qui résulte de l'emploi de la moyenne arithmétique peut aboutir à des distorsions importantes, notamment dans l'indice nominal du cours de change, la moyenne arithmétique a été remplacée, à partir de 1983, par la moyenne géométrique pondérée pour le calcul de l'indice total nominal. Quant à l'indice réel, pondéré par les exportations, il a continué à être calculé d'après la méthode de Paasche.

La BNS a décidé de calculer les nouveaux indices pondérés par les exportations en recourant à la méthode de Törnqvist. L'indice de Törnqvist est un indice géométrique, qui élimine donc l'effet de domination. Contrairement à l'indice de Paasche et à celui de Laspeyres, il prend en considération, de manière explicite, les variations de pondération entre la période de référence et celle de comparaison (voir définition (1)). De plus, l'indice de Törnqvist fait partie, selon Diewert (1976), de la catégorie des indices aux pro-

priétés dites superlatives (voir aussi le groupe d'étude «Boskin Report» (1999), p. 87 ss.). Par conséquent, il est aussi supérieur aux deux autres indices sur le plan théorique.

L'indice de Törnqvist se définit comme suit:

$$(1) \quad P^T(p_B, q_B, p_V, q_V) := \prod_{i=1}^n \left(\frac{p_{iV}}{p_{iB}} \right)^{s_i^*}$$
$$s_i^* = \frac{1}{2}(s_{iB} + s_{iV})$$

avec les pondérations $s_{iB} := p_{iB} q_{iB} / p_B q_B$ et $s_{iV} := p_{iV} q_{iV} / p_V q_V$ pour toutes les $i = 1, \dots, n$.

L'indice est une moyenne géométrique pondérée des quotients de prix p_{iV}/p_{iB} des biens i . Les pondérations correspondent à la part des dépenses faites pour le bien i dans les dépenses effectuées pour tout le panier de marchandises; s_i^* est la moyenne arithmétique des pondérations de la période de référence et de celle de comparaison.¹⁰

2.2 L'indice nominal du cours de change

L'indice nominal du cours de change de la monnaie i est un indicateur de la valeur du franc suisse par rapport à la monnaie i qui se calcule selon la formule

$$(2) \quad N_{iV} = \frac{W_{iB}}{W_{iV}}$$

N_{iV} : indice nominal du cours de change de la monnaie i dans la période de comparaison

W_{iB} : cours du change de la monnaie i dans la période de référence, exprimé par le nombre d'unités de la monnaie du pays par unité de la monnaie étrangère

W_{iV} : cours du change de la monnaie i dans la période de comparaison exprimé par le nombre d'unités de la monnaie du pays par unité de la monnaie étrangère

i : 1, 2, ..., 14 pour les 14 monnaies.

Selon la méthode de Törnqvist, l'indice total nominal est la moyenne géométrique pondérée des variations relatives des taux de change des 14 monnaies:

$$(3) \quad (N^T)_V = \prod_{i=1}^n N_{iV}^{s_i^*} \quad i=1, 2, \dots, 14$$

Les pondérations s_i^* sont les moyennes arithmétiques de s_{iB} et de s_{iV} (voir la définition 1). s_{iB} et s_{iV} se définissent ainsi:

7 Pour l'enchaînement de la théorie des indices et de celle de l'agrégation, voir Diewert (1976).

8 Voir le groupe d'étude «Boskin Report» (1999), p. 54.

9 Voir Seiterle (1983).

10 En exprimant l'équation (1) sous forme logarithmique, on obtient les taux de variation des prix des divers biens i . Dans l'ensemble, la variation des prix est alors égale au total des taux de variation des prix de biens i pondérés par s_i^* .

$$s_{iB} = E_{iB} \cdot N_{iB} / \sum_{i=1}^n E_{iB} \cdot N_{iB} \text{ et}$$

$$s_{iV} = E_{iV} \cdot N_{iV} / \sum_{i=1}^n E_{iV} \cdot N_{iV}$$

E_{iB} : valeur, en francs suisses, des exportations vers le pays i dans la période de référence

E_{iV} : valeur, en francs suisses, des exportations vers le pays i dans la période de comparaison

N_{iB} : indice nominal du cours de change de la monnaie i dans la période de référence

N_{iV} : indice du cours de change de la monnaie i dans la période de comparaison.

Ainsi, s_{iB} et s_{iV} correspondent à la part des exportations vers le pays i dans le total des exportations. Les valeurs des exportations sont corrigées de la variation des cours de change.

En insérant les pondérations des divers pays à la place du produit des exportations dans l'exposant de l'équation (3)¹¹, on obtient

$$(4) \quad (N^T)_V = \prod_{i=1}^n N_{iV} \frac{1}{2} ((g_{iB} \cdot N_{iB} / N_B) + (g_{iV} \cdot N_{iV} / N_V))$$

g_{iB} : part de la zone monétaire i dans le montant total des exportations E_B vers les 14 zones monétaires dans la période de référence (E_{iB} / E_B).

g_{iV} : part de la zone monétaire: dans le montant total des exportations E_V vers les 14 zones monétaires dans la période de référence (E_{iV} / E_V).

$$N_B, N_V: N_B = \sum_{i=1}^n g_{iB} \cdot N_{iB} \text{ et } N_V = \sum_{i=1}^n g_{iV} \cdot N_{iV}$$

Comme N_{iB} a une valeur de 1 pour tous les $i = 1, 2, \dots, 14$ et que, partant, la valeur de N_B , moyenne arithmétique pondérée, est respectivement de 1 ou de 100, nous pouvons simplifier l'équation (4), qui devient

$$(5) \quad (N^T)_V = \prod_{i=1}^n N_{iV} \frac{1}{2} (g_{iB} + (g_{iV} \cdot N_{iV} / N_V))$$

Il est procédé de manière analogue dans le calcul des indices relatifs aux divers continents et zones monétaires.

11 Augmentation de $1/E_B$ ou $1/E_V$ de la fraction de l'exposant de l'équation (3).

2.3 L'indice réel du cours de change

L'indice réel du cours de change de la monnaie i est un indicateur de la valeur réelle du franc suisse par rapport à la monnaie i qui se calcule selon la formule

$$(6) \quad R_{iV} = \frac{W_{iB} \cdot P_{iB} \cdot P_{0V}}{W_{iV} \cdot P_{iV} \cdot P_{0B}}$$

R_{iV} : indice réel du cours de change de la monnaie i durant la période de comparaison

W_{iB} : cours du change de la monnaie i dans la période de référence, exprimé en unités de la monnaie du pays pour une unité de la monnaie étrangère

W_{iV} : cours du change de la monnaie i dans la période de comparaison, exprimé en unités de la monnaie du pays pour une unité de la monnaie étrangère

P_{iB} : indice des prix à la consommation du pays de la monnaie i dans la période de référence

P_{iV} : indice des prix à la consommation du pays de la monnaie i dans la période de comparaison

i : 1, 2, ..., 24 pour les 24 pays ou zones monétaires¹²; $i = 0$ pour la Suisse.

L'indice Törnqvist constitue la base méthodologique par laquelle l'indice total se calcule:

$$(7) \quad (R_V)^T = \prod_{i=1}^n R_{iV} \frac{1}{2} (g_{iB} + (g_{iV} \cdot R_{iV} / R_V))$$

$$R_V = \sum_{i=1}^n g_{iV} \cdot R_{iV}$$

Références bibliographiques

Groupe d'étude «Boskin Report» – Brachinger, H. W., B. Schips et W. Stier 1999. Expertise zur Relevanz des «Boskin-Reports» für den schweizerischen Landesindex der Konsumentenpreise.

Diewert, W. E. 1976. Exact und Superlative Index Numbers. *Journal of Econometrics* 4: 115–145.

Banque centrale européenne, 2000. Les taux de change effectifs nominaux et réels de l'euro. Bulletin mensuel d'avril de la Banque centrale européenne.

Seiterle, H. 1983. Changements dans la méthode de calcul de l'indice des cours de change. *Monnaie et conjoncture*, Bulletin trimestriel 2/1983: 59–65.

12 Dans le cas de l'euro, des indices réels partiels sont calculés pour les Etats membres de l'Union monétaire et réunis en un indice total (voir chiffre 1.2 «Déflateurs»).

Gearing Ratios – Un aperçu

par Robert Bichsel et Jürg Blum, Direction de la stabilité systémique:
études et politique, Banque nationale suisse, Zurich

Depuis l'Accord de Bâle de 1988, les prescriptions de fonds propres sont au centre de la réglementation bancaire en vigueur dans de nombreux pays. Dans ce contexte, les normes de fonds propres pondérées par le risque jouent un rôle particulièrement important. Ces normes fixent une limite inférieure au ratio entre les fonds propres d'une banque et la somme pondérée de ses actifs. La pondération d'un actif est d'autant plus élevée que la catégorie dans laquelle il est classé est risquée.

L'efficacité de ces prescriptions est cependant limitée par l'existence d'instruments financiers permettant aux banques de contourner les exigences de fonds propres auxquelles elles sont formellement soumises. La révision actuelle de l'Accord, qui vise en particulier à établir un découpage plus précis des pondérations risque des actifs, devrait réduire la portée de cet «arbitrage réglementaire». Parallèlement à cet affinage, la mise en place d'autres instruments est par ailleurs envisagée. Ces instruments, alternatifs ou complémentaires, devraient permettre de réduire la dépendance face aux seules normes pondérées de fonds propres. Le «gearing ratio» ou, en d'autres termes, l'imposition d'un ratio minimal entre les fonds propres d'une banque et la somme non pondérée de ses actifs (incluant, le cas échéant, l'équivalence crédit des positions hors bilan) constitue l'un de ces instruments. Les banques sujettes à la réglementation bancaire américaine sont d'ailleurs soumises à un tel ratio.

L'évolution récente du ratio de fonds propres de certaines banques suisses suggère que le moment est opportun pour discuter l'éventualité de soumettre également les banques suisses à un «gearing ratio». Alors que le ratio de fonds propres pondéré a faiblement augmenté entre 1995 et 2000, le ratio de fonds propres non pondéré des grandes banques suisses, traditionnellement supérieur à 5%, est temporairement tombé à 3% en 1999.¹

Notre texte est structuré de la manière suivante. Dans un premier temps, nous décrivons l'évolution historique des normes de fonds propres dans la réglementation bancaire helvétique. Nous présentons ensuite les principaux arguments théoriques et l'évidence empiriques relatifs aux effets des normes de fonds propres et en particulier des normes de fonds propres non pondérés. La dernière section contient quelques remarques finales.

1 Une banque dont le ratio de fonds propres non pondérés se situe entre 3% et 4% est considérée, aux USA, comme «suffisamment capitalisée» pour autant qu'elle obtienne la meilleure note attribuée par les autorités de surveillance dans le cadre du processus de révision.

Une banque ne peut être qualifiée de bien capitalisée que lorsque son ratio de fonds propres excède 5%.

1 Réglementation et évolution des fonds propres en Suisse

La loi fédérale du 8 novembre 1934 sur les banques et les caisses d'épargne, Art. 4., stipule que: «les banques sont tenues de maintenir une proportion appropriée entre le montant de leurs fonds propres et celui de l'ensemble de leurs engagements». Cette prescription s'est traduite, dans l'ordonnance du 26 février 1935, par un régime de fonds propres formel. Ce régime de fonds propres a été modifié six fois depuis 1935 et la comparaison du régime de fonds propres en vigueur en 2001 avec celui en vigueur en 1935 révèle des différences fondamentales. D'une part, les exigences de fonds propres sont devenues plus sophistiquées, reflétant en particulier mieux le profil de risque des banques. D'autre part, la limite supérieure à l'endettement des banques (gearing ratio), introduite en 1935, puis assouplie en 1961 a disparu en 1980.

Entre 1935 et 1961, les exigences de fonds propres imposaient aux banques un ratio minimal entre leurs fonds propres et la somme de leurs engagements. Ce ratio minimal dépendait de la composition du portefeuille d'actifs, mais il ne pouvait être inférieur à 5%.² Dans le cadre de la révision de 1961 le nombre de catégories d'actifs passe de 2 à 3 et la limite inférieure du ratio de fonds propres est réduite à 2,5%. En 1980, le degré de différenciation entre les actifs des banques est fortement accru. Le nombre de catégories d'actifs passe de 3 à plus de 20 et inclut désormais les positions hors bilan. Parallèlement, la limite inférieure est supprimée. En effet, et en opposition avec les régimes précédemment en vigueur, sous le régime imposé aux banques à partir de 1980 certaines catégories d'actifs ne sont pas soumises à des exigences de fonds propres. En d'autres termes, une banque n'est plus soumise à un «gearing ratio» et peut théoriquement réduire à zéro son ratio de fonds propres non pondéré pour autant que ses actifs se composent exclusivement de liquidités et de certains types de créances monétaires. Par ailleurs, depuis 1980, les exigences de fonds propres sont basées sur le ratio entre les fonds propres d'une banque et la somme pondérée de ses actifs et non plus sur le ratio entre les fonds propres et les fonds étrangers.

Lors de la révision de 1995, date de la mise en application de l'Accord de Bâle de 1988, le degré de sophistication des exigences de fonds propres s'est encore accru. La différenciation entre les catégories d'actifs s'est affinée et le portefeuille de marché est désormais également soumis à une exigence de fonds

2 Un ratio de 5% entre les fonds propres et les engagements correspond à un ratio entre le capital et la somme non pondéré du bilan d'une amplitude similaire ($4,8\% = 5/105$).

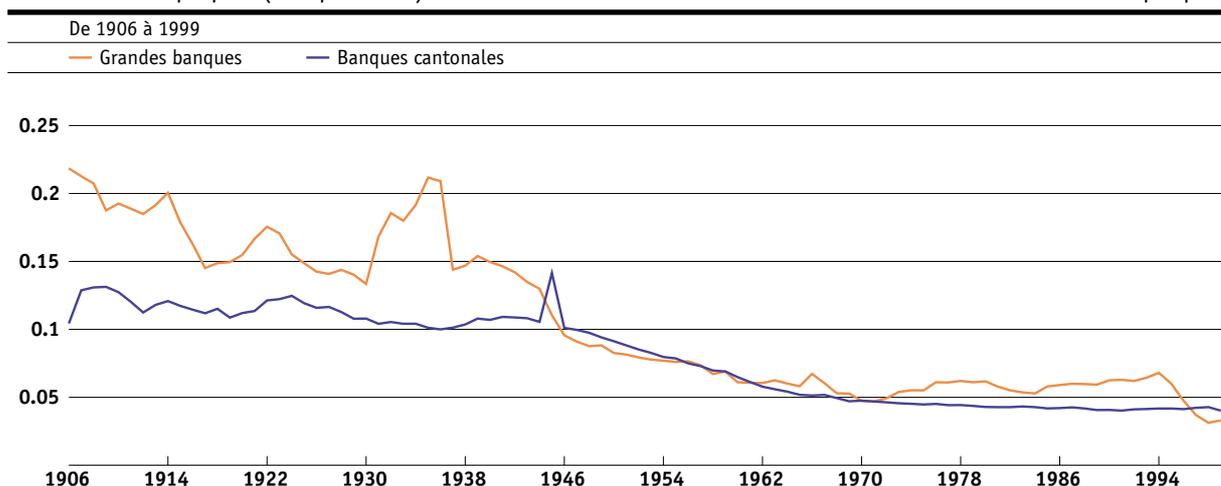
propres. Parallèlement, la catégorie des actifs non soumis à des exigences de fonds propres s'est élargie pour inclure, en particulier, les créances sur les administrations centrales et les banques centrales des pays de l'OCDE. De plus, les exigences de fonds propres pour certaines catégories de débiteurs ont été sensiblement réduites. Les exigences de fonds propres pour les créances interbancaires ont par exemple été réduites de 6% (4% pour les créances dont la maturité est inférieure à 90 jours) à 2%.

La prochaine révision de l'ordonnance sera vraisemblablement basée sur les règles développées dans le cadre du nouvel Accord de Bâle, dont l'entrée en vigueur est prévue en 2005. Ce nouveau régime reposera plus largement sur l'information privée des banques. Sous certaines conditions, les banques pourront utiliser leurs modèles internes d'évaluation de leurs portefeuilles de crédit pour déterminer le montant de fonds propres à détenir. Parallèlement, il est prévu d'imposer aux banques une exigence de fonds propres supplémentaire dans le but d'offrir une protection contre l'exposition aux «risques opérationnels». Les caractéristiques de cette norme de fonds propres additionnelle ne sont pas encore connues. Une des approches envisagées par le Comité de Bâle³ est cependant l'imposition d'un ratio de fonds propres minimal calculé sur la base de la somme non pondérée des actifs d'une banque, autrement dit, un «gearing ratio».

Les normes de fonds propres ne sont qu'un facteur parmi d'autres qui affectent la décision des banques en matière de détention de capital. Il est dès lors difficile d'établir leur influence sur le ratio de capital effectif des banques. On constate en particulier que le ratio de capital des grandes banques suisses était plus élevé avant que des normes formelles de fonds propres ne soient introduites (voir graphique 1). Par ailleurs, l'introduction du premier régime de fonds propres en 1935 a d'abord été suivi par une hausse du ratio de capital avant que celui-ci ne diminue et ne se stabilise aux environs de 6,5% entre 1960 et la fin des années 80. Tout au plus peut-on mettre en parallèle l'assouplissement de la réglementation et le déclin persistant du ratio de capital.

Ratios de fonds propres (non pondérés)

Graphique 1



3 Cf. Comité de Bâle pour la supervision bancaire (2001).

L'évolution récente des ratios de fonds propres des grandes banques suisses émet un signal ambigu. D'un côté, le ratio entre les fonds propres et la somme des actifs pondérés a suivi une tendance positive atteignant un niveau excédant largement le minimum légal fixé à 8%. D'autre part, le ratio non pondéré a tout d'abord diminué entre 1995 et 1999, passant de 5,2% à 2,9%⁴ avant de croître fortement, pour atteindre 5,7% en 2000 (voir graphique 2). Entre 1997 et 1999, le ratio non pondéré des grandes banques se situait donc au-dessous du ratio minimum légal en vigueur avant 1961 et dans un intervalle dans lequel un banque est généralement considérée comme «sous-capitalisée» sur la base de la réglementation appliquée aux USA.⁵

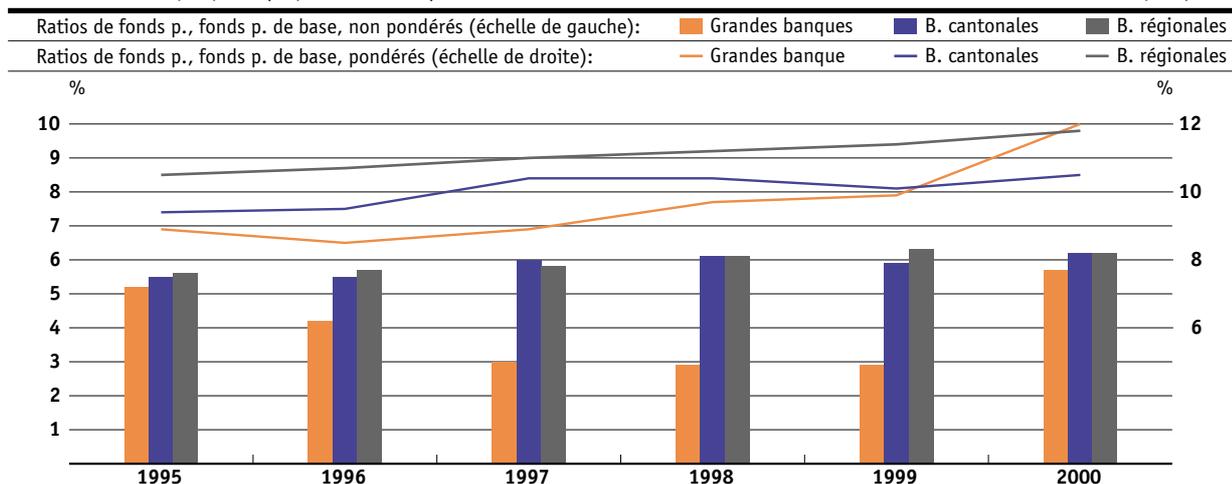
Cette évolution divergente est le reflet d'une réallocation entre les différentes catégories d'actifs. Les grandes banques ont en particulier accru leurs créances interbancaires, dont la pondération est fai-

ble, et réduit le poids relatif d'autres catégories d'actifs plus fortement pondérées. Cette réallocation peut indiquer que les actifs des grandes banques sont dans l'ensemble devenus moins risqués et qu'ils requièrent, en conséquence, moins de fonds propres. Elle peut cependant également indiquer que les grandes banques ont acquis la capacité à utiliser de manière optimale les exigences de fonds propres basées sur les recommandations du Comité de Bâle et donc, à faire de l'«arbitrage réglementaire».

La faiblesse du ratio de fonds propres des grandes banques suisses entre 1997 et 1999 n'est pas en soi préoccupante. Une meilleure gestion du risque et un profil moins risqué peuvent justifier un ratio de fonds propres plus faible. Des ratios de fonds propres inférieurs à 3% sont cependant inhabituels et constituent un contexte particulièrement approprié pour discuter le bien fondé de l'introduction d'une limite à l'endettement des banques.

Ratios de fonds propres (capital de base)

Graphique 2



4 Ratio entre les fonds propres de base et la somme du bilan y compris les positions hors bilan. Sans les positions hors bilan, le ratio était de 6,0% en 1995, 3,1% en 1999 et 6,3% en 2000. Le ratio entre le total des fonds propres et les actifs du bilan était, pour les années 1995, 1999 et 2000 respectivement (i) de

5,8%, 3,4% et 5,4% lorsque les positions hors bilan sont incluses et (ii) de 6,5%, 3,6% et 5,8% lorsque les positions ne sont pas prises en compte.

5 La réglementation bancaire aux USA est basée sur des exigences de fonds propres pondérées et non pondérées (gearing ratio). Les détails relatifs à cette réglementation sont accessibles sous <http://www.fdic.gov>.

2 Réflexions théoriques

La littérature théorique relative aux effets d'un «gearing ratio» s'inscrit plus généralement dans la littérature relative au bien fondé d'une réglementation prudentielle des banques. Deux arguments sont généralement avancés pour justifier une réglementation spécifique à l'égard des banques. Le premier est lié aux spécificités de la structure du financement de leurs activités et le second à leur importance dans le fonctionnement d'une économie.⁶

Une des activités principales des banques est le financement de projets d'investissement de long terme, dont la liquidité est généralement faible, au moyen de dépôts de court terme relativement liquides. Cette activité de transformation de maturités offre la propriété d'accroître la liquidité du secteur non bancaire. Parallèlement elle constitue cependant une source de fragilité pour le secteur bancaire. En raison de la faible liquidité de ses actifs, une banque économiquement saine peut être mise en difficulté par un retrait massif et simultané des dépôts déclenché par un mouvement de panique injustifié. Le risque d'un tel mouvement de panique est d'autant plus élevé que la solvabilité d'une banque est questionnable. Cette fragilité peut dès lors être réduite non seulement en imposant des prescriptions de liquidité aux banques, mais également en leur imposant des prescriptions de fonds propres dans le but de garantir leur solvabilité.

Pour de nombreuses entreprises, les crédits bancaires constituent l'unique source de fonds étrangers. Les banques jouent par ailleurs un rôle important dans le système de paiements et sur les marchés financiers. En conséquence, les problèmes rencontrés par une banque particulière peuvent affecter d'autres acteurs économiques voire, en se propageant, léser l'économie dans son ensemble. En d'autres termes, une banque n'a pas à subir elle-même l'ensemble des conséquences de ses difficultés. L'existence de ces «effets externes» donne une incitation aux banques d'adopter un profil plus risqué que ce qui serait souhaitable sur le plan de l'efficacité économique. Cet aléa moral constitue une faille de marché pouvant justifier la mise en place d'une réglementation spécifique. Dans ce contexte également, des exigences de fonds propres peuvent contribuer à limiter les risques dans le secteur bancaire et à accroître la stabilité du système financier.

La littérature théorique relative à la réglementation des fonds propres est principalement axée sur les effets des normes de fonds propres pondérées par

le risque et non sur les effets spécifiques d'un «gearing ratio». Le «gearing ratio» peut cependant être considéré comme un cas particulier – une norme de fonds propres pondérée avec un coefficient de pondération unique – de cette littérature.

Indiscutablement, à risque constant, une banque est d'autant plus sûre qu'elle possède beaucoup de fonds propres. Les fonds propres agissent comme coussin protecteur. Plus ce coussin est épais, plus la taille des pertes qu'une banque est en mesure d'absorber sans mettre en cause sa solvabilité, est élevée. Le choix du profil de risque d'une banque dépend cependant de ses objectifs ainsi que des conditions cadre dans lesquelles elle évolue. Ces conditions cadre sont affectées par l'imposition d'une norme de fonds propres et l'analyse des conséquences d'une telle norme sur la solidité d'une banque ne peut dès lors se faire sous l'hypothèse d'un risque inchangé.

Les conclusions de la littérature théorique relative aux conséquences de l'imposition d'une norme de fonds propres sur le comportement des banques sont ambiguës.⁷ D'un côté, les fonds propres constituent, au même titre que la franchise dans une assurance, le montant qui peut être perdu par les propriétaires de la banque. Des fonds propres élevés constituent donc une motivation à se comporter de manière prudente, renforçant ainsi l'effet «coussin protecteur».⁸ D'un autre côté, l'imposition d'une norme de fonds propres dont les pondérations ne reflètent pas les risques de manière adéquate introduisent des distorsions qui peuvent affecter le choix du portefeuille d'actifs de la banque. Des pondérations inadéquates peuvent inciter les banques à accroître la part des actifs dont la pondération sous-évalue le risque effectif et, inversement, à réduire la part des actifs dont la pondération surévalue le risque. Une conséquence possible de ce réajustement est d'accroître le risque global du portefeuille voire de compenser l'effet «coussin protecteur». A moins que les pondérations sur lesquelles se basent les normes de fonds propres reflètent l'exposition au risque avec exactitude, il n'est donc pas certain que la mise en place, ou le durcissement, d'exigences de fonds propres réduise la probabilité de faillite des banques.⁹

En règle générale, les normes de fonds propres pondérées constituent un instrument de réglementation prudentielle supérieur à un «gearing ratio» dont les pondérations risque implicites sont fausses par définition. Dans certaines situations, un «gearing ratio» peut pourtant s'avérer attractif. Premièrement, Rochet (1992) montre que l'emploi de pon-

6 Voir par exemple Dewatripont et Tirole (1994) ou Freixas et Rochet (1997).

7 Les divergences d'opinion existant dans la littérature sont le reflet de l'absence d'un consensus à propos de la modélisation «adéquate» d'une banque et donc sa fonction objectif et des choix d'actifs qui en découlent.

8 Voir par exemple Furlong et Keeley (1989) et Blum (1999).

9 Voir par exemple Kim et Santomero (1988) et Rochet (1992).

dérations risque «correctes»¹⁰ ne suffit pas toujours à résoudre le problème d'aléa moral évoqué ci-dessus. Lorsque le ratio de fonds propres est particulièrement faible il est possible qu'une banque choisisse un niveau de risque maximal couplé à un degré minimal de diversification. Ce comportement résulte de l'asymétrie associée à la responsabilité limitée des actionnaires. Lorsque le degré d'endettement est élevé, l'essentiel des pertes pouvant résulter d'une stratégie de placement risquée est supporté par les créanciers alors que les gains reviennent entièrement aux actionnaires. En d'autres termes, la structure de revenu des actionnaires correspond à celle d'une option d'achat (call) dont la valeur, d'après la théorie des options, croît avec le risque. En fixant une limite supérieure au degré d'endettement, un «gearing ratio» permet de réduire cette asymétrie et donc l'attrait d'une prise de risque élevée.

Deuxièmement, un «gearing ratio» peut constituer une protection contre des risques qui ne sont pas directement liés aux caractéristiques des titres qui composent le portefeuille d'actifs d'une banque. En effet, le risque global auquel une banque est exposée se compose également de risques dits opérationnels. Ces risques, légaux ou techniques, sont dans une large mesure indépendants de la structure particulière des actifs d'une banque. Une panne informatique majeure peut occasionner des pertes importantes même pour une banque détenant des actifs peu risqués. Dès lors, pour cette catégorie de risques, les normes de fonds propres pondérés, qui sont précisément basées sur les caractéristiques individuelles des titres composant un portefeuille, constituent une protection inadéquate.

Ces deux éléments soulignent le fait que le «gearing ratio» possède, malgré ses limitations, des caractéristiques attractives. Plus spécifiquement, il apparaît que le «gearing ratio» et les normes de fonds propres pondérées possèdent des caractéristiques qui les rendent complémentaires. Cette complémentarité constitue un argument en faveur d'une utilisation conjointe des deux instruments. Deux formes distinctes de coexistence, «additive» ou «parallèle» sont envisageables. L'approche «additive» consiste à imposer aux banques une détention de fonds propres correspondant au moins à la somme des exigences de fonds propres calculées à la fois sur la base du ratio pondéré et du «gearing ratio». Le Comité de Bâle envisage d'utiliser cette approche pour le traitement des risques opérationnels (voir ci-dessus). Les deux instruments peuvent également être introduits en «parallèle». Dans ce cas,

les exigences de fonds propres sont calculées séparément sur la base de chacune des normes, les fonds propres d'une banque devant au minimum correspondre au plus élevé des deux montants. Cette approche est actuellement en vigueur aux USA.¹¹

10 Correctes dans le sens où la pondération est proportionnelle au niveau du risque systématique, autrement dit, du risque non diversifiable.

11 Elle est par exemple utilisée par l'assurance des dépôts (FDIC) pour le calcul des primes d'assurances.

3 Evidence empirique

Comme le soulignent les modèles théoriques, l'imposition d'une norme de fonds propres et en particulier d'un «gearing ratio» a un effet ambigu sur le profil de risque des banques et donc sur leur probabilité de faillite. Un impact positif sur la probabilité de survie d'une banque constitue cependant une condition nécessaire pour que le «gearing ratio» puisse être considéré comme un instrument potentiel de réglementation prudentielle. Pour déterminer si le «gearing ratio» satisfait cette condition il est donc nécessaire de recourir à l'analyse empirique.

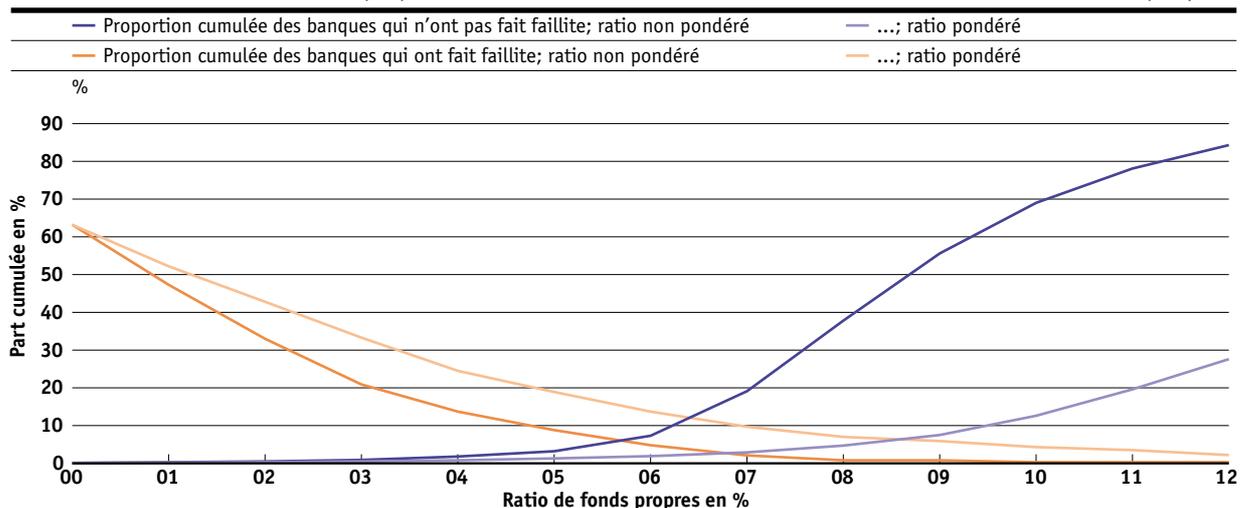
Deux voies ont été explorées dans la littérature empirique. Premièrement, des études ont analysé l'impact d'une variation du ratio de capital, et en particulier du ratio de capital non pondéré, sur le profil de risque des banques.¹² Les conclusions varient d'une étude à l'autre suivant la définition de la mesure du risque adoptée ou de l'échantillon employé. En conséquence, comme le souligne la BIS (1999), les résultats de ces études ne permettent pas de déterminer de quelle manière les banques adaptent leur exposition au risque à un accroissement de leur ratio de capital.

Deuxièmement, des études évaluent directement la relation entre le ratio de capital des banques et leur probabilité de faillite. Les résultats de ces études ne sont pas univoques. En général cependant, la probabilité de faillite bancaire et le ratio de capital non pondéré sont négativement corrélés. Par ailleurs, dans certains cas, il apparaît que le ratio pondéré et le ratio non pondéré véhiculent une information complémentaire sur l'état de santé d'une banque.

Parmi ces études, celle d'Estrella et al. (2000) revêt une importance particulière car ses auteurs comparent explicitement la performance du ratio de fonds propres non pondéré avec la performance d'autres indicateurs. Plusieurs résultats sont intéressants. Tout d'abord, dans l'échantillon considéré – les banques actives aux USA assurées auprès de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) entre 1988 et 1992 – il est rare de trouver des banques dont le ratio de fonds propres est faible parmi les banques qui survivent: sur un horizon de 1 an, seul 2% des banques qui ont survécu avaient un ratio de fonds propres non pondéré inférieur à 4% (graphique 3). Cette proportion tombe à 0,5% pour un ratio inférieur à 2%.

Taux de faillite vs ratios de fonds propres, à un horizon de 1 an

Graphique 3



12 Voir en particulier Furlong (1988), Shrieves et Dahl (1992), Aggarwal et Jacques (1998).

Sur la base d'un modèle de régression simple¹³, Estrella et al. montrent que la probabilité de faillite sur un horizon de 1 et de 2 ans diminue à mesure que croît le ratio de capital. Cette relation est statistiquement significative et relativement stable mais le pouvoir explicatif varie fortement – le pseudo R^2 de l'estimation varie entre 0,5% et 13,5% – d'une année à l'autre. Les auteurs estiment par ailleurs la probabilité de faillite des banques conditionnellement à trois indicateurs différents: le ratio de capital pondéré et non pondéré ainsi que le ratio entre le résultat brut et la somme des actifs du bilan. Les résultats obtenus dans ce contexte sont plus nuancés. Sur un horizon de 1 an, le ratio non pondéré apparaît cependant comme un indicateur plus informatif de l'état de santé d'une banque que le ratio pondéré. Lorsque les trois variables sont incluses dans le modèle, la relation entre la probabilité de faillite et le ratio non pondéré est négative et statistiquement significative dans 2 échantillons sur 5 alors que le coefficient du ratio pondéré n'est jamais significativement différent de zéro. Sur un horizon de 2 ans, la relation entre la probabilité de faillite et le ratio non pondéré n'est négative et significative que dans 1 échantillon sur 4. Elle s'inverse même, devenant positive et significative dans les 3 autres échantillons alors que le coefficient du ratio pondéré devient négatif et significatif dans les 4 échantillons. Autrement dit, sur un horizon de 2 ans, les deux ratios constituent des indicateurs com-

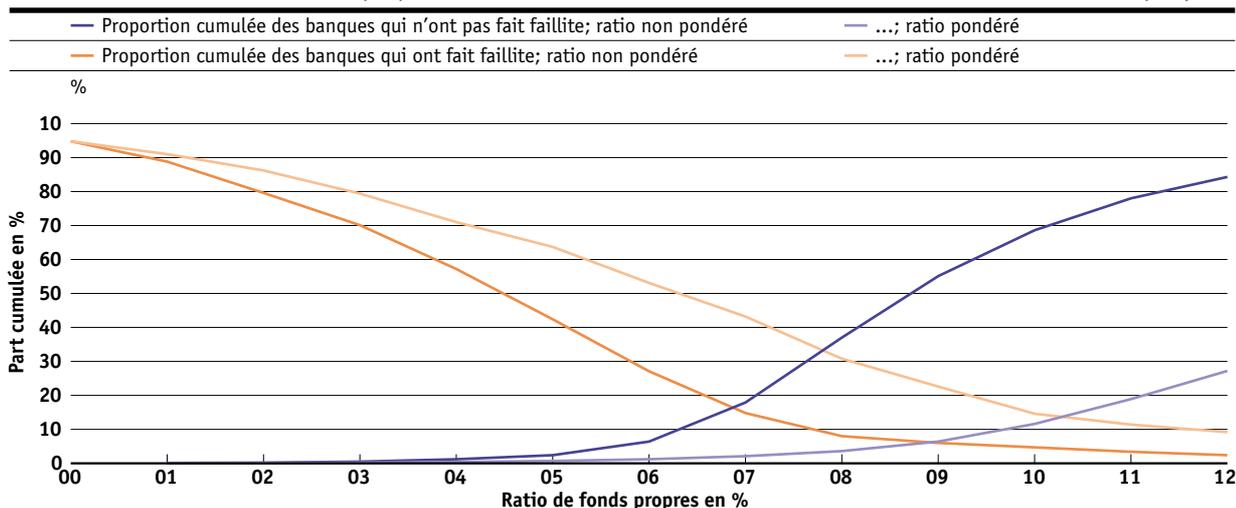
plémentaires de la santé des banques; mais dans 3 échantillons sur 4 la probabilité de faillite d'une banque est, pour un ratio pondéré donné, d'autant plus grande que son ratio non pondéré est élevé.

Ces résultats doivent cependant être interprétés avec prudence car la corrélation entre les trois variables est relativement élevée, autrement dit, elles véhiculent un contenu informationnel similaire. En conséquence, la valeur prise par les coefficients des différentes variables varie fortement d'un échantillon à l'autre et le pouvoir explicatif des régressions reste pratiquement inchangé par rapport aux régressions simples.

Sur la base des données utilisées par Estrella et al. il apparaît en outre que la performance en tant que prédicteur de la santé et donc des perspectives d'évolution d'une banque des deux ratios de capital est similaire sur un horizon de 1 an. Pour une erreur de type I – la probabilité de ne pas identifier une banque en difficulté – de 10%¹⁴, l'erreur de type II – la probabilité de considérer à tort une banque saine en difficulté – est de 2,9% pour le ratio d'endettement contre 2,8% pour le ratio pondéré. Sur un horizon de temps plus long par contre, le ratio d'endettement s'avère être un indicateur médiocre de la santé d'une banque. Sur un horizon de 2 ans, l'erreur de type II est de plus de 30% pour le ratio d'endettement contre moins de 10% pour le ratio pondéré (graphique 4).

Taux de faillite vs ratios de fonds propres, à un horizon de 2 ans

Graphique 4



13 Les auteurs emploient un modèle Logit pour variables discrètes.

14 Correspond à un ratio non pondéré de 4,8% (7,7%) et à un ratio pondéré de 6,9% (11,6%) pour un horizon de 1 an (2 ans).

Thomson (1991) et Hwang et al. (1997) se basent sur les données des faillites bancaires aux USA dans les années 80. Ils régressent la probabilité de faillite des banques sur un ensemble de variables potentiellement explicatives dans le but d'obtenir un modèle de prédiction de faillite bancaire performant. Thomson évalue le pouvoir prédictif sur un horizon de temps variant entre 0,5 et 4 ans¹⁵ d'un ensemble de 16 variables, dont le ratio d'endettement. La relation entre la probabilité de faillite sur un horizon de 0,5 à 2,5 ans et le ratio de capital non pondéré est négative et significative. Le signe de la relation s'inverse cependant, mais elle reste statistiquement significative, lorsque l'horizon de temps considéré est de 3,5 et 4 ans. Hwang et al. estiment, pour 4 années différentes, le pouvoir prédictif sur un horizon de 1 an de 18 variables incluant en particulier le ratio de fonds propres pondéré et le ratio d'endettement. Le pouvoir explicatif du modèle (R^2) fluctue entre 78% et 92%. Leurs résultats indiquent que le ratio de capital non pondéré est négativement et significativement corrélé avec la probabilité de faillite sur un horizon de 1 an et ce dans chacune des quatre régressions annuelles. Le coefficient du ratio de capital pondéré n'est par contre négatif et statistiquement significatif que dans la régression basée sur l'échantillon de 1987. Pour cette année là, les ratios pondérés et le ratio d'endettement véhiculent donc une information complémentaire sur l'état de santé des banques: pour un ratio pondéré donné, la probabilité de faillite d'une banque s'accroît avec son ratio d'endettement. Pour les autres années par contre, le ratio de fonds propres pondéré semble n'avoir aucun pouvoir prédictif contrairement à d'autres variables dont le ratio d'endettement.

15 Le pouvoir prédictif du modèle est élevé: le pourcentage total des banques classées de manière erronée (erreur de type I et de type II) varie entre 7% et 18% suivant les années.

Finalement, d'autres auteurs, et en particulier Avery et Berger (1991) et Peek et Rosengren (1996, 1997) ont étudié le rôle du ratio d'endettement dans la réglementation bancaire. Avery et Berger comparent la sévérité de l'ancien et du nouveau régime de fonds propres aux USA pour la période 1982–1989.

Ils soulignent en particulier que le ratio d'endettement peut jouer un rôle important parallèlement au ratio de fonds propres pondéré s'il est fixé à un niveau suffisamment élevé pour être contraignant pour les banques. Peek et Rosengren évaluent la performance des différents ratios de capital en tant qu'indicateurs avancés. Ils signalent que durant la crise qui a affecté les banques en Nouvelle Angleterre à la fin des années 80 et au début des années 90, c'est le ratio d'endettement plutôt que le ratio de fonds propres pondéré qui s'est avéré contraignant pour les banques. Ils relèvent cependant que durant cette période, 80% des banques qui ont fait faillite étaient bien capitalisées, sur la base des critères de la FDICIA¹⁶ – ratio pondéré et non pondéré – 2 ans avant leur faillite et 30% l'étaient encore 1 an avant la faillite.

En résumé, plusieurs études empiriques mettent en évidence l'existence d'une relation statistique, négative, entre le ratio de capital non pondéré d'une banque et sa probabilité de faillite. En particulier lorsque l'horizon de temps considéré est court, le ratio d'endettement apparaît comme un indicateur utile de la santé et donc des perspectives d'évolution d'une banque. Dans certains cas, l'information véhiculée par le ratio d'endettement apparaît en outre complémentaire à l'information révélée par le ratio de fonds propres pondéré. Par contre, lorsque l'horizon de temps considéré est étendu, le rôle du ratio d'endettement lorsqu'il est mesuré conditionnellement au ratio de fonds propres pondéré et à d'autres variables devient ambigu voire contradictoire. Dans ce cas, son rôle en tant qu'indicateur avancé de difficultés d'une banque est limité ou inexistant.

16 Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act de 1990.

4 Remarques finales

En résumé, le «gearing ratio» apparaît comme un complément possible aux normes de fonds propres pondérées pour accroître la stabilité des banques. Premièrement, l'imposition d'un ratio d'endettement maximal permet de réduire l'attractivité d'une prise de risque élevée pour les actionnaires, en garantissant qu'au moins une part des pertes soit à leur charge. Deuxièmement, un «gearing ratio» peut s'avérer adéquat pour offrir une protection contre des risques «opérationnels» qui sont, dans une large mesure, indépendants de la structure particulière des actifs d'une banque. Cependant, un «gearing ratio» introduit des distorsions qui peuvent elles aussi inciter les banques à choisir un portefeuille plus risqué. Par ses propriétés le «gearing ratio» apparaît comme un instrument complémentaire, plutôt que substitut, aux normes de fonds propres pondérées généralement employées dans la réglementation prudentielle des banques.

L'évidence empirique suggère que l'imposition d'un «gearing ratio» peut contribuer à réduire le risque dans le secteur bancaire. Autrement dit, le ratio de capital non pondéré d'une banque est en général corrélé de manière négative avec la probabilité de faillite d'une banque. La relation, en théorie ambiguë, entre la probabilité de faillite d'une banque et son ratio d'endettement semble dès lors aller dans la direction souhaitée. Pour des prédictions de faillite à court et à moyen terme, le ratio de capital non pondéré semble par ailleurs constituer un meilleur indicateur que le ratio pondéré par les risques. Le ratio non pondéré véhicule dès lors des informations complémentaires pour juger de la santé d'une banque.

Le constat que le «gearing ratio» tend à réduire la probabilité de faillite dans le secteur bancaire ne constitue qu'une condition nécessaire pour envisager son utilisation en tant qu'instrument de réglementation prudentielle. L'objectif de la réglementation prudentielle n'est pas de réduire à zéro la probabilité d'une faillite dans le secteur bancaire, mais d'amener celui-ci à fonctionner de manière optimale sur la base de critères d'efficacité économique. Les bénéfices d'une réduction des risques de faillite doivent donc être mis en rapport avec les coûts pour la collectivité, et pour le secteur bancaire en particulier, induits par l'introduction d'une contrainte supplémentaire à leurs activités. Parmi ces coûts, on peut évoquer l'effet négatif sur la compétitivité internationale des banques suisses ainsi que sur le prix des crédits bancaires.¹⁷ Une réglementation excessive peut, au même titre qu'une réglementation insuffisante, s'avérer coûteuse en termes d'efficacité économique.

17 Voir en particulier Hancock et Wilcox (1994) et Keeley (1988) pour une évaluation de l'impact des exigences de fonds propres sur le crédit bancaire.

Bibliographie

Aggarwal, Raj, et Kevin T. Jacques. 1998. Assessing the Impact of Prompt Corrective Action on Bank Capital and Risk. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 4(3): 23–32.

Avery, Robert B., et Allen N. Berger. 1991. Risk-based Capital and Deposit Insurance Reform. *Journal of Banking and Finance* 15: 847–874.

Banque des réglemets internationaux. 1999. Capital Requirements and Bank Behaviour: The Impact of the Basle Accord. *Basle Committee on Banking Supervision Working Papers* 1.

Blum, Jürg. 1999. Do Capital Adequacy Requirements Reduce Risks in Banking? *Journal of Banking and Finance* 23: 755–771.

Comité de Bâle pour la supervision bancaire. 2001. The New Basel Capital Accord. Banque des réglemets internationaux, Bâle.

Dewatripont, Mathias, et Jean Tirole. 1994. The Prudential Regulation of Banks. Cambridge: MIT Press.

Estrella, Arturo, Sangkyun Park et Stavros Peristiani. 2000. Capital Ratios as Predictors of Bank Failure. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* (July): 33–51.

Freixas, Xavier, et Jean-Charles Rochet. 1997. *Microeconomics of Banking*. Cambridge: MIT Press.

Furlong, Frederick, et Michael Keeley. 1989. Capital Regulation and Bank Risk-Taking: A Note. *Journal of Banking and Finance* 13: 883–891.

Furlong, Frederik F. 1988. Changes in Bank Risk-Taking. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*.

Hancock, Diana, et James A. Wilcox 1994. Bank Capital and the Credit Crunch: The Roles of Risk-Weighted and Unweighted Capital Regulations. *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association* 22: 59–93.

Hwang, Dar-Yeh, Lee F. Cheng et Thomas K. Liaw. 1997. Forecasting Bank Failures and Deposit Insurance Premium. *International Review of Economics and Finance* 6(3): 317–334.

Keeley, Michael C. 1988. Bank Capital Regulation in the 1980s: Effective or Ineffective? *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review* 0(1): 3–20.

Kim, Daesik, et Anthony Santomero. 1988. Risk in Banking and Capital Regulation. *Journal of Finance* 43: 1219–1233.

Neukomm, Hans. 1999. Die optimale Eigenmittelhaltung einer Bank. *Banque nationale suisse, Bulletin trimestriel*: 1: 65.

Peek, Joe, et Eric S. Rosengren. 1996. The Use of Capital Ratios to Trigger Intervention in Problem Banks: Too Little, Too Late. *Federal Reserve Bank of Boston. New England Economic Review* (septembre/octobre): 49–57.

Peek, Joe, et Eric S. Rosengren. 1997. How Well Capitalized Are Well-Capitalized Banks? *Federal Reserve Bank of Boston. New England Economic Review* (septembre/octobre): 41–50.

Rime, Bertrand. 2001. Capital Requirements and Bank Behaviour: Empirical Evidence for Switzerland. *Journal of Banking and Finance* 25: 789–805.

Rochet, Jean-Charles. 1992. Capital Requirements and the Behavior of Commercial Banks. *European Economic Review* 36: 1137–1178.

Shrieves, Ronald E., et Drew Dahl. 1992. The Relationship Between Risk and Capital in Commercial Banks. *Journal of Banking and Finance* 16(2): 439–457.

Thomson, James B. 1991. Predicting Bank Failures in the 1980s. *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review* (1^{er} trimestre): 9–20.

Révision totale de la loi sur la Banque nationale – Prise de position de la BNS

En mars 2001, le Département fédéral des finances (DFF) a ouvert une procédure de consultation relative à une révision totale de la loi sur la Banque nationale (LBN). L'actuelle loi sur la Banque nationale date de 1953 et n'a été que partiellement révisée depuis lors. De nombreuses dispositions ne sont, de ce fait, plus adaptées aux conditions actuelles. En outre, suite à la mise à jour de l'article constitutionnel sur la politique monétaire (art. 99 cst.), il importe de procéder à des adaptations au niveau de la loi. Pour toutes ces raisons, il était nécessaire d'entreprendre une révision totale de la LBN. Le Département fédéral des finances (DFF) a chargé un groupe d'experts composé de représentants de l'Administration fédérale des finances, de la Banque nationale suisse ainsi que de professeurs externes à l'administration d'élaborer un projet de réforme.

Dans la prise de position qu'elle a adressée au Département fédéral des finances, la Banque nationale approuve la modernisation prévue de la loi qui la régit. Elle estime que le projet de loi, établi par le groupe d'experts, constitue une bonne base pour la rédaction du message aux Chambres fédérales. La BNS salue en particulier la précision apportée à son mandat, la concrétisation de son indépendance et la création d'une base légale claire pour l'alimentation des provisions servant à la constitution de réserves monétaires. En outre, elle considère que la simplification des organes est indispensable à la conduite efficace de la Banque.

Axer la politique monétaire sur l'objectif prioritaire de la stabilité des prix figure parmi les éléments essentiels d'une loi moderne sur la banque centrale. Ajouter dans la loi que la BNS doit aussi tenir compte de l'évolution de la conjoncture est judicieux et correspond à une pratique qui a fait ses preuves.

Le projet de loi, estime la BNS, concrétise bien l'indépendance ancrée dans la constitution, puisque la Banque et ses organes pourront agir libres de toute instruction. Il faut cependant que l'indépendance de la BNS repose sur une base légale solide non seulement sur le plan fonctionnel, mais aussi sur les plans institutionnel et financier. A propos toujours de l'indépendance, la BNS se prononce pour le maintien de la forme juridique de la société anonyme. Elle approuve aussi pleinement les obligations de rendre compte et d'informer, obligations qui devraient cependant être définies plus précisément dans la nouvelle loi.

La BNS soutient sans réserve la suppression, proposée par le groupe d'experts, des moyens d'action dont elle n'a plus besoin. Pour ce qui a trait aux réserves minimales, lesquelles prendront le relais de la liquidité de caisse, la BNS souhaite qu'on examine si le champ d'application ne devrait pas être étendu, éventuellement au niveau de l'ordonnance, aux émetteurs de monnaie électronique et à d'autres émetteurs de moyens de paiement. Etant donné les mutations rapides que connaissent les marchés financiers, la définition des établissements soumis à la constitution de réserves minimales pourrait s'avérer un jour trop étroite si l'on s'en tient à la notion de «banques».

La disposition constitutionnelle qui impose à la Banque nationale d'alimenter, à partir de ses revenus, des provisions servant à constituer des réserves monétaires devrait, préconise également la BNS, être concrétisée de façon plus précise dans la loi. Pour ce qui est de l'organe appelé à décider du volume que les provisions doivent atteindre, la BNS se prononce pour le Conseil de banque, alors que le groupe d'experts prévoit la Direction générale. Faire reposer cette décision, importante pour la détermination du bénéfice, sur une assise plus large est souhaitable et correspond à l'intention de donner un poids accru au Conseil de banque en tant qu'organe de surveillance.

Enfin, la BNS approuve la simplification des organes prévue dans le projet de loi. Si l'on veut une conduite efficace de la Banque, il est indispensable que le nombre des organes soit réduit et que les interactions entre ces organes soient optimisées. La réduction du nombre des membres du Conseil de banque est à cet égard une condition importante à remplir. La BNS souhaite sur ce plan aller encore plus loin que le groupe d'experts; elle estime en effet judicieux de réduire à 11 – et non à 15 comme l'a retenu le groupe d'experts – le nombre des membres du futur Conseil de banque. Ainsi, la responsabilité de chaque membre du Conseil dans la prise de décision serait renforcée, et l'organe opérerait avec une efficacité accrue.

Toujours à propos de la simplification qui est prévue dans l'organisation, il faudrait veiller à ce que l'institut d'émission reste suffisamment ancré dans les régions. Aussi la BNS propose-t-elle que la présence de la Banque nationale dans les régions, pour observer l'évolution économique et assurer les contacts sur le plan régional, soit mentionnée dans la loi en tant qu'élément important. Elle se prononce en particulier pour qu'il soit possible de constituer, auprès de chacun des comptoirs de la Banque, un

conseil consultatif chargé d'accompagner et de soutenir le comptoir dans l'observation de l'évolution économique. Ces conseils consultatifs régionaux remplaceraient les actuels comités locaux et seraient institués par le Conseil de banque.

Abaissement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois

Le 17 septembre 2001, la Banque nationale a abaissé de 0,5 point la marge de fluctuation du Libor à trois mois, marge qui a ainsi passé à 2,25%–3,25%. Auparavant, la Réserve fédérale des Etats-Unis et la Banque centrale européenne avaient elles aussi réduit leurs taux.

Le 24 septembre 2001, la Banque nationale a réduit une nouvelle fois de 0,5 point la marge de fluctuation du Libor à trois mois. En ramenant cette marge à 1,75%–2,75%, elle a réagi à la rapide et forte revalorisation du franc suisse vis-à-vis de l'euro.

Editeur

Banque nationale suisse
Division économique
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition

typolitho ag, Zurich

Impression

Waser Druck AG, Buchs (ZH)

Copyright

Reproduction autorisée avec indication de la source
Copie souhaitée

Abonnements

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

Prix

Fr. 25.- (étranger: fr. 30.-) par an
Pour les abonnés au Bulletin mensuel de statistiques économiques:
fr. 15.- (étranger: fr. 20.-) par an
Prix pour la Suisse, TVA comprise (2,4%)
Compte postal 80-148-3

Internet

<http://www.snb.ch>

