



# 1 Stratégie

La politique monétaire de la Banque nationale vise à maintenir le niveau général des prix stable à moyen terme et à permettre à l'économie d'utiliser pleinement son potentiel de production. La stabilité des prix est une condition importante à remplir pour assurer le bon fonctionnement de l'économie. En n'augmentant pas l'offre de monnaie au-delà de ce qui est nécessaire pour que l'économie puisse croître en harmonie avec son potentiel de production, la Banque nationale contribue à une évolution équilibrée de la demande de biens et de services en Suisse et, partant, à la stabilité du niveau des prix. Une expansion excessive de l'offre de monnaie engendrerait une demande trop forte. L'appareil de production serait alors trop sollicité, d'où des hausses de prix. Inversement, une offre de monnaie insuffisante freinerait la production; l'économie enregistre des déficits de croissance, voire un recul du niveau des prix.

**Stabilité des prix, objectif de la politique monétaire**

En visant la stabilité des prix, notre politique monétaire tient compte également de la situation conjoncturelle. Elle contribue en effet à atténuer les fluctuations de la conjoncture. Si les capacités de production de l'économie ne sont pas pleinement utilisées, une augmentation de l'offre de monnaie conforme au potentiel de production conduit à des baisses de taux d'intérêt. Ainsi, la politique monétaire stimule la demande globale et aide à résorber le sous-emploi des capacités. Si, au contraire, les capacités de l'économie sont trop sollicitées, une politique monétaire axée sur le potentiel de production engendre des hausses de taux d'intérêt, d'où un frein à la demande et à la surchauffe de la conjoncture. Nous nous réservons en outre la possibilité de réagir en cas d'événements imprévus – fortes fluctuations des cours de change ou de la demande de monnaie notamment – pour limiter autant que faire se peut des répercussions dommageables sur l'économie.

**Atténuation des fluctuations de la conjoncture**

Notre politique monétaire est axée essentiellement sur la monnaie centrale. Cet agrégat nous sert d'indicateur pour mesurer si l'offre de monnaie évolue en harmonie avec le potentiel de production de l'économie. La monnaie centrale est un agrégat répondant à une définition étroite. Elle est formée des billets de banque en circulation et des avoirs que les banques commerciales détiennent en comptes de virements à l'institut d'émission. Fondamentalement, il serait aussi possible de choisir comme indicateur un agrégat plus large, à savoir  $M_1$  (numéraire en circulation, dépôts à vue et autres comptes de transactions),  $M_2$  ( $M_1$  et dépôts d'épargne) ou  $M_3$  ( $M_2$  et dépôts à terme). Un changement de l'agrégat cible ne s'impose toutefois pas. En effet, la monnaie centrale reste un agrégat qui peut faire l'objet de prévisions rapides et suffisamment précises. En outre, les masses monétaires répondant à des définitions plus larges réagissent encore plus fortement aux variations des taux d'intérêt, ce qui réduit, à court terme, leur fiabilité en tant qu'indicateurs de la politique monétaire. Néanmoins, nous suivons très attentivement l'évolution de  $M_1$ ,  $M_2$  et  $M_3$  afin de vérifier la fiabilité de la monnaie centrale.

**Politique monétaire axée sur la monnaie centrale**

Un sentier de croissance à moyen terme nous sert de guide pour l'orientation à donner à la monnaie centrale. Il indique comment doser l'offre de monnaie. Si l'économie croît harmonieusement, en d'autres termes si la stabilité du niveau des prix règne et si le potentiel de production est normalement utilisé, la demande de monnaie évolue conformément à ce sentier. La fixation d'un

**Sentier de croissance à moyen terme pour l'évolution de la monnaie centrale**

sentier de croissance à moyen terme nous permet de réagir à des fluctuations inattendues des cours de change et à d'autres perturbations de l'équilibre macroéconomique. Notre politique monétaire peut par conséquent s'écarter temporairement du sentier de croissance. Pour qu'elle reste transparente, dans un tel cas également, nous publions régulièrement des informations sur nos intentions et des prévisions sur l'évolution de la monnaie centrale.

**Sentier de croissance pour la période de fin 1994 à fin 1999**

A fin 1994, nous avons tracé le sentier de croissance de la monnaie centrale désaisonnalisée pour cinq années, soit pour la période comprise entre fin 1994 et fin 1999. Ce sentier a une pente de 1%, d'où un taux de progression de la monnaie centrale de 1% par an en moyenne. Il est compatible avec une croissance du potentiel de production, estimée à 2%, et un taux annuel de renchérissement de 1%, taux que nous assimilons à la stabilité des prix. La progression que nous entendons donner à la monnaie centrale, soit 1% par an en moyenne, est inférieure à la croissance nominale de l'économie de 3%, sur laquelle repose le sentier. L'écart tient compte de la tendance à effectuer davantage de paiements sans numéraire. La circulation des billets tend de ce fait à augmenter moins rapidement que le produit national.

**Caractéristiques de la mise en œuvre de la politique monétaire**

Nous gérons l'offre de monnaie en influant sur l'approvisionnement des banques en liquidités et, partant, sur les taux d'intérêt à court terme. Pour ce faire, nous agissons sur le volume des avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à l'institut d'émission et amenons les opérateurs sur les marchés à déclencher les fluctuations de taux d'intérêt qui sont compatibles avec l'orientation de notre politique monétaire. Toutefois, les taux d'intérêt peuvent aussi enregistrer des fluctuations que ne justifie pas la politique monétaire. Dans de tels cas, nous intervenons au besoin dans l'évolution des taux d'intérêt en adaptant en conséquence l'offre de monnaie ou en gérant directement, pendant un certain temps, le taux de l'argent au jour le jour. Nous veillons ainsi à une évolution ordonnée des rémunérations servies sur le marché monétaire.

**Rôle clé des avoirs en comptes de virements et du marché de l'argent au jour le jour**

L'offre et la demande d'avoirs en comptes de virements s'équilibrent sur le marché de l'argent au jour le jour. Pour contrôler l'offre d'avoirs en comptes de virements, nous recourons aux instruments de la politique monétaire. La demande d'avoirs en comptes de virements dépend en particulier des exigences légales auxquelles les banques doivent satisfaire en matière de liquidités et des besoins liés au trafic des paiements sans numéraire. Comparé aux flux quotidiens de fonds au sein du système bancaire ainsi qu'entre les banques et le secteur non bancaire (y compris la Confédération et la Poste), le volume des avoirs en comptes de virements est faible. C'est pourquoi nous agissons régulièrement sur le marché de l'argent au jour le jour en vue d'assurer un approvisionnement approprié en liquidités.

**Prédominance des opérations d'open market**

Pour gérer les avoirs en comptes de virements, nous passons des opérations, aux conditions du marché, avec les banques. Afin de conserver notre marge de manœuvre, nous ne mettons en règle générale que temporairement des liquidités à la disposition des banques en concluant des opérations d'open market sous forme de swaps (achat d'actifs, avec revente simultanée à terme). Nous couvrons les besoins de base en liquidités en passant des swaps dollars contre francs pour des durées comprises entre un et douze mois, swaps que nous renouvelons dans la plupart des cas à leur échéance. Pour la gestion à très court

terme des liquidités, nous recourons principalement à des swaps sur créances comptables à court terme. Nous faisons également appel à la possibilité de placer dans des banques des fonds que la Confédération a déposés chez nous. De la sorte, nous pouvons compenser les mouvements de liquidités entre les banques et la Confédération.

### Instruments servant à la gestion du marché monétaire en milliards de francs

	1995		1996	
	Encours moyenne annuelle	Mouvement	Encours moyenne annuelle	Mouvement
<b>Swaps devises contre francs</b>				
Durées:				
jusqu'à 1 mois	0,5	2,9	0,1	0,5
plus de 1 mois à 3 mois	7,4	10,5	5,0	10,2
plus de 3 mois à 12 mois	2,4	25,0	3,7	25,9
<b>Total</b>	<b>10,3</b>	<b>38,4</b>	<b>8,8</b>	<b>36,6</b>
<b>Créances comptables à court terme</b>				
Swaps	1,0	79,9	0,9	78,9
Achats et ventes	0,7	4,3	0,8	4,0
<b>Total</b>	<b>1,7</b>	<b>84,2</b>	<b>1,7</b>	<b>82,9</b>
<b>Fonds de la Confédération</b>				
Dépôts à la BNS	5,4	58,2	3,9	74,7
Placements par la BNS	3,0	34,1	2,2	62,2

Lorsqu'une banque est confrontée à des besoins urgents de liquidités qu'elle ne peut couvrir sur le marché monétaire, elle a la possibilité de recourir à une avance sur nantissement de l'institut d'émission. Cependant, l'avance qu'elle obtient ainsi est rémunérée au taux lombard officiel et ne doit pas dépasser sa limite de crédit, limite qui est garantie par un dépôt de papiers-valeurs. Pour éviter que les banques n'utilisent les avances sur nantissement comme source permanente de refinancement, le taux lombard est fixé quotidiennement deux points au-dessus du taux de l'argent au jour le jour.

**Avances sur nantissement:  
soupape de sécurité**

## 2 Mise en œuvre de la politique monétaire

Politique monétaire plus expansionniste que prévu...

La Banque nationale, du fait de la faiblesse inattendue de la conjoncture, a mené en 1996 une politique monétaire plus expansionniste que ce qu'elle avait annoncé à fin 1995. Nous avons tenu à approvisionner l'économie en monnaie avec une marge suffisamment ample pour permettre une rapide reprise de la conjoncture et contrer les tendances à la déflation qui découlaient de la fermeté du franc sur les marchés des changes. La monnaie centrale désaisonnalisée, estimions-nous à fin 1995, devrait augmenter de plus de 1%, sans toutefois rejoindre, jusqu'à la fin de l'année, son sentier de croissance à moyen terme. En fait, l'agrégat a progressé de 5% entre le quatrième trimestre de 1995 et la période correspondante de 1996 et passé, en été déjà, au-dessus de son sentier de croissance.

... à cause de la situation économique

A fin 1995, nous escomptions un redressement de la conjoncture en Suisse et une croissance du produit intérieur brut réel de 1,8% entre le quatrième trimestre de 1995 et le même trimestre de 1996. En outre, nous tablions sur un renchérissement d'environ 1,5% durant cette même période. Vers le milieu de l'année toutefois, il est apparu toujours plus clairement que la reprise de la conjoncture ne serait pas au rendez-vous. Le danger d'une baisse durable du niveau des prix est par conséquent devenu plus concret. Cela nous a incités à accroître la monnaie centrale davantage que prévu à l'origine. Nous avons pu ainsi maintenir les rémunérations servies sur le marché monétaire approximativement à leur bas niveau du début de 1996, ce qui a contribué à corriger la hausse excessive du franc sur les marchés des changes.

Baisse sensible des rémunérations des fonds d'épargne

La vigoureuse expansion de la monnaie centrale n'a pas découlé exclusivement de la politique monétaire menée en 1996. Le net relâchement des rênes monétaires au printemps de 1995 a fait baisser les rémunérations des fonds d'épargne, à la fin de 1995 et au début de 1996, plus fortement que ce qui était attendu. Les billets en circulation réagissent avec un décalage de plusieurs mois aux modifications de la politique monétaire, étant donné qu'ils dépendent davantage de l'évolution des rémunérations servies sur les fonds d'épargne que de celle des taux d'intérêt à court terme. De surcroît, les rémunérations des fonds d'épargne ne sont adaptées qu'après quelque temps aux variations des taux à court terme.

Déplacement de la demande d'avoires en comptes de virements

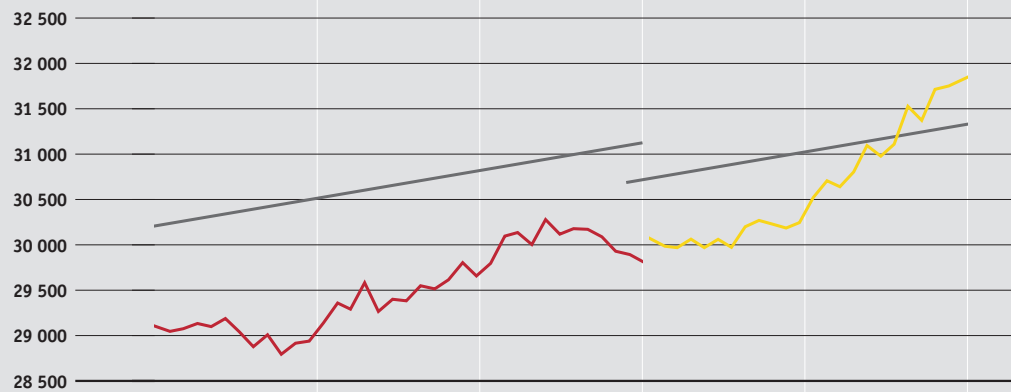
Un autre facteur a contribué à la substantielle croissance de la monnaie centrale en 1996. Plusieurs banques ont modifié leur comportement en matière de liquidités. Elles ont augmenté les avoires qu'elles détiennent en comptes de virements à la Banque nationale, au détriment de leurs avoires en comptes postaux. Pour satisfaire aux exigences légales concernant les liquidités, les banques peuvent détenir des disponibilités en comptes de virements à l'institut d'émission, en comptes postaux et en numéraire. Les avoires en comptes postaux, contrairement à ceux qui sont en comptes de virements, n'entrent toutefois pas dans la composition de la monnaie centrale. Nous avons alors adapté l'offre de monnaie à la demande d'avoires en comptes de virements, qui s'était accrue d'environ 400 millions de francs. Sinon, nous aurions donné involontairement un caractère plus restrictif à notre politique monétaire. Celle-ci n'a donc pas été vraiment aussi expansionniste que le laisse supposer la forte progression de la monnaie centrale.

### Monnaie centrale désaisonnalisée

— Monnaie centrale, jusqu'à fin 1994  
— Monnaie centrale, depuis janvier 1995  
— Sentier de croissance de 1%

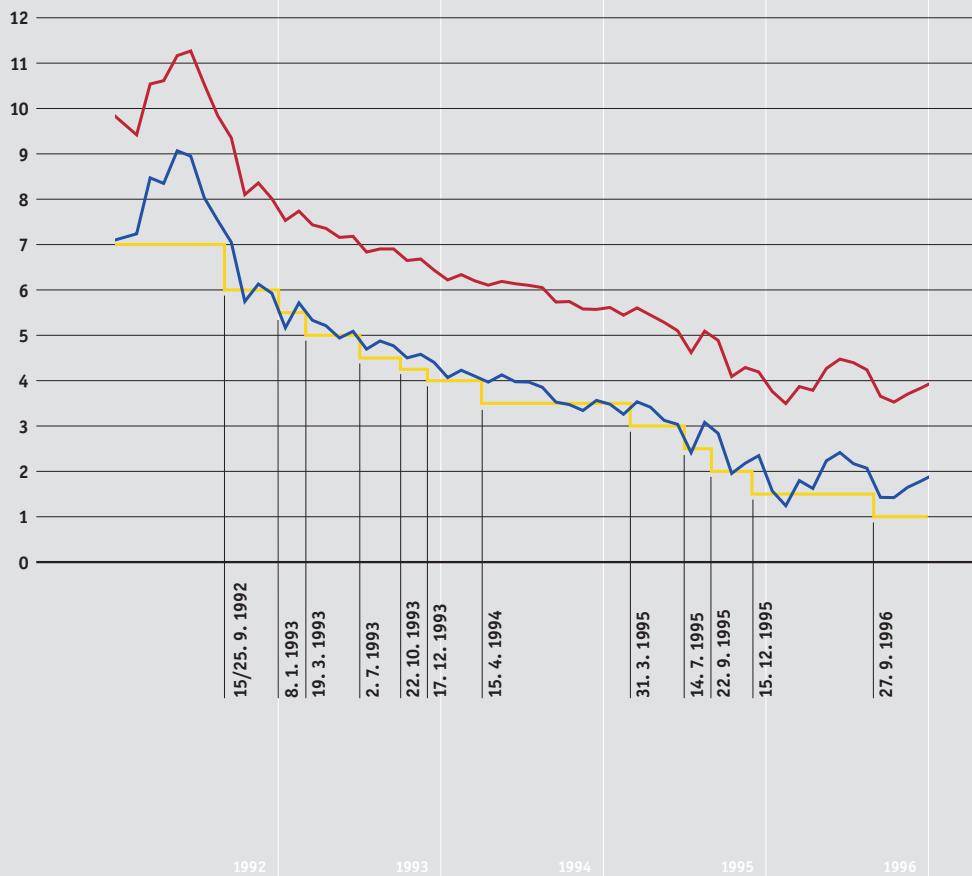
En millions de francs

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



### Taux de l'escompte et des avances sur nantissement

— Taux de l'escompte  
— Taux lombard  
— Taux de l'argent au jour le jour  
 En pour-cent



Hausse, sans lien direct avec la politique monétaire, des taux d'intérêt au milieu de 1996

La politique monétaire étant expansionniste, les rémunérations servies sur le marché monétaire, en repli depuis le printemps de 1995, ont passé au-dessous de 2% au début de 1996. Elles sont reparties à la hausse au deuxième trimestre. Nous avons vu dans ce mouvement un signe avant-coureur de la reprise attendue de la conjoncture. En outre, pour la première fois depuis longtemps, le franc a faibli sur les marchés des changes et, comme dans toute phase de repli du franc, certaines tensions sont apparues sur les taux d'intérêt. De surcroît, la modification décrite ci-dessus du comportement des banques en matière de liquidités a entraîné des perturbations sur le marché monétaire. Pour calmer ces tensions, nous avons renforcé l'approvisionnement du marché en liquidités. A fin septembre, nous avons également ramené notre taux de l'escompte de 1,5% à 1% et, ainsi, réaffirmé notre volonté de maintenir à un bas niveau les rémunérations servies sur le marché monétaire.

Vive croissance des autres agrégats monétaires

L'évolution des autres agrégats monétaires, qui réagissent rapidement et fortement aux variations des taux d'intérêt, a confirmé la tendance indiquée par la monnaie centrale. La baisse des taux d'intérêt à court terme avait déjà engendré, à partir du printemps de 1995, une expansion considérable des dépôts à vue et des fonds d'épargne, au détriment des dépôts à terme. La hausse temporaire des taux d'intérêt, au printemps de 1996, a interrompu ces tendances. Les agrégats répondant aux définitions larges ont néanmoins tous progressé fortement. En moyenne annuelle,  $M_1$  a augmenté de 11,9%,  $M_2$  de 12,2% et  $M_3$  de 7,2%.

Politique monétaire pour 1997

En accord avec le Conseil fédéral, nous entendons continuer à mener une politique monétaire assouplie. Nous envisageons de maintenir en 1997 la monnaie centrale désaisonnalisée au-dessus de son sentier de croissance à moyen terme. Nous tenons compte ainsi de la situation économique difficile et des incertitudes liées à l'intégration monétaire européenne. L'approvisionnement en monnaie restera ample et créera, sur le plan monétaire, des conditions favorables à une reprise économique. Les risques d'inflation nous paraissent actuellement faibles en Suisse, mais nous sommes conscients qu'il faudra déterminer soigneusement le moment où un changement de cap sera nécessaire si l'on veut garantir à moyen terme la stabilité du niveau des prix. Une adaptation de la politique monétaire n'entrera toutefois en ligne de compte que lorsque l'économie suisse aura manifestement renoué avec une nette croissance.

Reprise modérée de la conjoncture et faible renchérissement en 1997

La politique monétaire prévue pour 1997 repose sur plusieurs hypothèses. Nous tablons sur une augmentation du produit intérieur brut réel d'environ 0,5% et sur un renchérissement moyen de 1%. Ainsi, la demande de monnaie centrale ne devrait progresser que faiblement. Comme précédemment, nous nous réservons la possibilité de nous écarter de notre cap en cas de perturbations sur les marchés des changes, de l'argent et des capitaux.

1992

1993

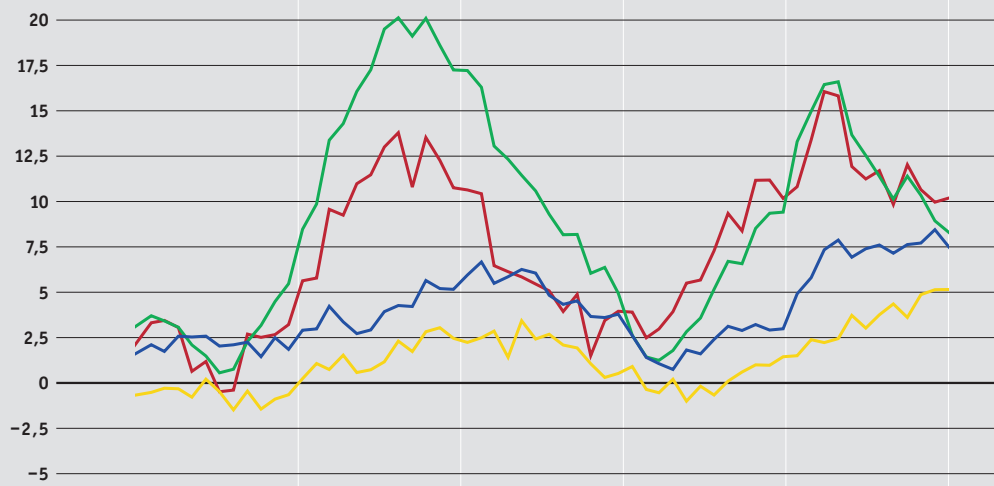
1994

1995

1996

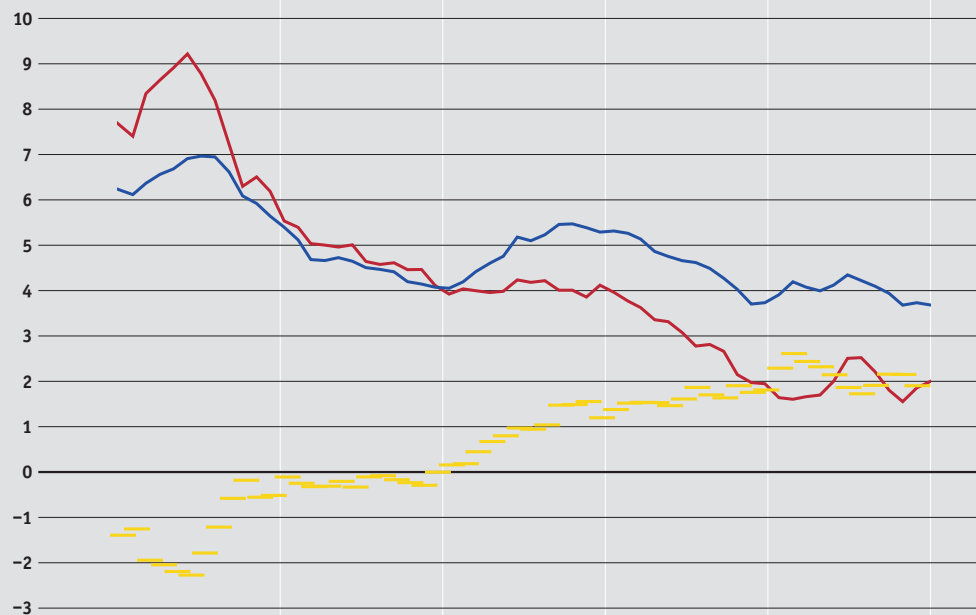
### Agrégats monétaires

— Monnaie centrale  
— M<sub>1</sub>  
— M<sub>2</sub>  
— M<sub>3</sub>  
 Variation en pour-cent par rapport à l'année précédente



### Taux d'intérêt sur les marchés de l'argent et des capitaux

— Dépôts à trois mois, en pour-cent (marché des euro-francs)  
— Rendement d'obligations fédérales, en pour-cent  
— Ecart en points



1992

1993

1994

1995

1996

### 3 Renouveau du privilège d'émission

Possibilités prévues dans la constitution: banque d'Etat ou banque centrale par actions

Conformément à l'article 39 de la constitution, le droit d'émettre des billets de banque appartient exclusivement à la Confédération. Celle-ci peut exercer le monopole des billets de banque au moyen d'une banque d'Etat, placée sous une administration spéciale, ou en concéder l'exercice, sous réserve du droit de rachat, à une banque centrale par actions, administrée avec son concours et sous son contrôle. La loi sur la Banque nationale (LBN) confère le privilège d'émission des billets de banque à la Banque nationale pour une durée de vingt ans, renouvelable par décision de l'Assemblée fédérale. Le dernier renouvellement a été opéré par décision de l'Assemblée fédérale du 15 septembre 1976 et a effet jusqu'au 20 juin 1997.

Arrêté fédéral renouvelant le privilège d'émission

Dans son message du 24 avril 1996, le Conseil fédéral a soumis aux Chambres un projet d'arrêté fédéral en vue de renouveler, pour une durée de vingt ans à compter du 21 juin 1997, le droit exclusif de la Banque nationale d'émettre des billets de banque. Le régime en vigueur, a-t-il précisé dans son message, a fait ses preuves. Conférer le monopole des billets de banque à un institut d'émission jouissant de la personnalité civile et revêtant la forme d'une société anonyme est la solution qui assure la plus large autonomie à la banque centrale. Une «banque d'Etat placée sous une administration spéciale» serait soumise à des influences politiques plus fortes qu'une banque centrale organisée en société anonyme et n'offre par conséquent plus guère une solution de rechange valable. Les Chambres ont approuvé à l'unanimité le projet d'arrêté fédéral, le Conseil des Etats à la session d'automne et le Conseil national à la session d'hiver 1996.

### 4 Prise de position sur le projet de nouvelle constitution

Prise de position de la Banque nationale

Le projet de réforme de la constitution, qui a été publié en juin 1995, contient également un article mis à jour sur la politique monétaire. Ce nouvel article doit remplacer les dispositions actuelles des articles 38 (sur la monnaie) et 39 (sur la banque d'émission).

Dans sa prise de position du 29 février 1996, la Banque nationale a estimé que la mise à jour des dispositions constitutionnelles sur la monnaie était un point important du projet de réforme. Nous avons approuvé le regroupement, en une seule norme constitutionnelle, des principes fondamentaux régissant la monnaie. Nous avons également salué la suppression proposée du rattachement du franc à l'or, la norme attribuant expressément à la Confédération le pouvoir de légiférer dans le domaine monétaire et l'ancrage dans la constitution de l'autonomie de la banque centrale. Astreindre la banque centrale, avons-nous en outre souligné, à l'objectif de la stabilité de la valeur de la monnaie est aujourd'hui reconnu, sur le plan mondial, comme un principe directeur. L'introduction d'un tel objectif dans la constitution aurait cependant dépassé le cadre d'une simple mise à jour des dispositions constitutionnelles. Pour asseoir la

confiance du public dans la monnaie suisse, nous avons proposé d'ajouter une disposition contraignant la Banque nationale à constituer, à partir de ses revenus, des réserves monétaires suffisantes.

Le Département fédéral de justice et police a tenu compte de cette proposition. Le 20 novembre 1996, le Conseil fédéral a approuvé le projet remanié de nouvelle constitution et le message y afférent. Conformément à l'article 89 du projet de constitution, la Banque nationale aura l'obligation de constituer suffisamment de réserves monétaires. Cette disposition est conçue pour prendre le relais de la couverture des billets en circulation par de l'or et des devises, couverture qui, selon le projet, ne sera plus exigée.

**Adaptation de l'article sur la  
politique monétaire**