

1 Stratégie

La Banque nationale a pour tâche de mener une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays. Sa politique monétaire vise, à moyen terme, à assurer la stabilité du niveau des prix 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. Une expansion excessive de l'offre de monnaie engendrerait une demande trop forte de biens et de services. 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 enregistrerait des déficits de croissance, voire un recul du niveau des prix.

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 politique monétaire axée sur le potentiel de production conduit à des baisses de taux d'intérêt. Ainsi, elle 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 entraîne 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.

En 1997, nous nous sommes heurtés à de sérieuses difficultés dans la fixation du cap de notre politique monétaire et l'appréciation de celle-ci. La monnaie centrale, qui est formée des billets de banque en circulation et des avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à l'institut d'émission, a augmenté beaucoup plus que prévu. Nous ne pouvions par conséquent plus nous fier au sentier de croissance à moyen terme que nous avions fixé pour cet agrégat. A fin 1996, la monnaie centrale était déjà au-dessus de son sentier de croissance à moyen terme; l'écart a continué à se creuser au cours de 1997. Notre politique monétaire n'a toutefois de loin pas été aussi expansionniste que l'évolution de la monnaie centrale pourrait le laisser supposer (voir pages 32 ss).

Etant donné ces incertitudes, nous recourons davantage à des indicateurs supplémentaires, soit aux agrégats monétaires répondant à des définitions plus larges. Il s'agit des masses monétaires M_1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et autres comptes de transactions), M_2 (M_1 et dépôts d'épargne) et M_3 (M_2 et dépôts à terme). Parmi ces indicateurs, notre attention se porte principalement sur la masse monétaire M_3 , dont l'évolution est assez étroitement liée à celle du niveau des prix. Une expansion excessive de M_3 induit généralement, avec un décalage de trois ans environ, une accélération de l'inflation. En Suisse, contrairement à ce qu'on observe dans de nombreux autres pays industrialisés où les innovations financières et techniques dans le trafic des paiements amoindrissent considérablement la fiabilité des agrégats monétaires, le lien entre l'évolution des masses monétaires et celle des prix est toujours assez étroit. Comme dans le passé, nous nous efforçons par conséquent d'augmenter les masses monétaires à des rythmes compatibles avec une croissance du potentiel de production, estimée à 2% par an, et une hausse des prix à la consommation de 1% par an, taux que nous assimilons à la stabilité des prix.

Objectifs de la politique monétaire: stabilité des prix et pleine utilisation du potentiel de production

Prise en compte des fluctuations de la conjoncture

Distorsion subie par la monnaie centrale

Recours accru aux autres agrégats monétaires, notamment à M_3

Indicateurs complémentaires

La croissance des agrégats monétaires fournit des informations principalement sur l'évolution des prix à moyen et long terme. A court terme, le niveau des prix est soumis aussi à d'autres influences, notamment aux fortes fluctuations des cours de change et des prix des produits énergétiques ainsi qu'à l'évolution de la conjoncture. Si de telles influences déclenchent un processus inflationniste ou déflationniste durable, nous devons réagir. Aussi, dans la fixation du cap de notre politique monétaire, tenons-nous compte des agrégats monétaires, mais également d'autres indicateurs, en particulier des cours de change et de la conjoncture.

Caractéristiques du pilotage des agrégats monétaires

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. Les liquidités des banques sont constituées, pour une part importante, des avoirs détenus en comptes de virements à l'institut d'émission. En agissant sur le volume des avoirs en comptes de virements, nous amenons les opérateurs sur les marchés à déclencher les fluctuations de taux d'intérêt qui sont compatibles avec l'orientation de notre politique monétaire. Les variations de taux d'intérêt influent avec le temps sur l'évolution des billets en circulation et des autres agrégats monétaires. Si les taux d'intérêt enregistrent des fluctuations que ne justifie pas la politique monétaire, nous pouvons aussi gérer directement le taux de l'argent au jour le jour.

Mise en œuvre de la politique monétaire

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 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 pour 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 sur la base 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.

Opérations de pension: nouvel instrument d'open market

Depuis l'entrée en vigueur, le 1^{er} novembre 1997, de la révision de la loi sur la Banque nationale (art. 14, ch. 2), les opérations de pension sont expressément autorisées en tant qu'instrument d'open market. Une opération de pension («repurchase agreement») est un achat ou une vente de titres avec revente ou

rachat simultané de ceux-ci à terme. L'éventail des instruments de politique monétaire a été ainsi enrichi d'un outil souple et portant sur des titres suisses, qui présente en outre des avantages sur le plan de la gestion des risques. La SEGA (Société suisse pour le virement de titres SA) a préparé, en collaboration avec les banques et la Banque nationale, la création d'un marché suisse pour les opérations de pension.

Instrumentes servant à la gestion du marché monétaire en milliards de francs

	1996		1997	
	Encours moyenne annuelle	Mouvement	Encours moyenne annuelle	Mouvement
Swaps devises contre francs				
Durées:				
jusqu'à 1 mois	0,1	0,5	0,5	2,1
plus de 1 mois à 3 mois	5,0	10,2	6,0	15,1
plus de 3 mois à 12 mois	3,7	25,9	1,1	14,7
Total	8,8	36,6	7,6	31,9
Créances comptables à court terme				
Swaps	0,9	78,9	0,9	79,8
Achats et ventes	0,8	4,0	0,6	2,8
Total	1,7	82,9	1,5	82,6
Fonds de la Confédération				
Dépôts à la BNS	3,9	74,7	4,8	77,8
Placements par la BNS	2,2	62,2	4,3	79,3

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. Ces avances sont rémunérées au taux lombard officiel, et la banque 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, nous fixons quotidiennement le taux lombard 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

Annonce de la poursuite d'une politique monétaire ample

A fin 1996, nous envisagions de continuer à mener une politique monétaire ample, étant donné la situation économique difficile et de possibles répercussions de l'intégration monétaire européenne. Nous avons attiré l'attention également sur la forte croissance des agrégats monétaires et, partant, sur les risques pesant à moyen terme sur la stabilité des prix.

Approvisionnement généreux en monnaie

Nous avons tenu compte, en 1997, de l'évolution des masses monétaires, mais aussi des cours de change et de la conjoncture. Par un approvisionnement abondant en monnaie, nous avons fait en sorte, jusque vers la fin de l'été, d'empêcher une hausse des taux d'intérêt à court terme et, ainsi, un raffermissement du franc sur les marchés des changes. Lorsque les signes d'une nette reprise de la conjoncture sont devenus distincts, nous nous sommes demandé si notre politique généreuse était encore appropriée. Nous avons alors cherché à normaliser la situation en laissant les taux d'intérêt à court terme augmenter, après le relèvement, en octobre, du taux appliqué par la Banque fédérale d'Allemagne à ses prises en pension. Nous avons cependant veillé à ce que les rémunérations servies sur le marché monétaire restent inférieures à 2%. En novembre, nous avons de nouveau assoupli notre politique, le franc ayant eu tendance à se revaloriser du fait de la crise financière en Asie. Les taux d'intérêt à court terme ont par conséquent de nouveau baissé.




Expansion, dans une mesure inattendue, de la monnaie centrale

En 1997, la croissance économique et le renchérissement ont correspondu pour l'essentiel à ce que nous attendions, mais la progression de la monnaie centrale a été plus forte que prévu. La vigoureuse expansion de l'agrégat monétaire s'explique en partie par l'évolution des rémunérations servies sur les fonds d'épargne, rémunérations dont la moyenne a passé de plus de 2% au début de l'année à 1,6% en octobre. Ce repli a stimulé la demande de billets de banque. En outre, les coupures de 1000 francs en circulation ont beaucoup augmenté, sans que l'origine du phénomène puisse être établie avec précision. De surcroît, les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à l'institut d'émission ont progressé un peu plus fortement que nous ne l'avions prévu à fin 1996. Ainsi, la monnaie centrale désaisonnalisée s'est accrue de 3,1% entre le quatrième trimestre de 1996 et la période correspondante de 1997. L'écart par rapport à son sentier de croissance à moyen terme s'est par conséquent creusé pour atteindre 3,6%.

Politique monétaire: caractère moins expansionniste que ne le laisse supposer l'évolution de la monnaie centrale

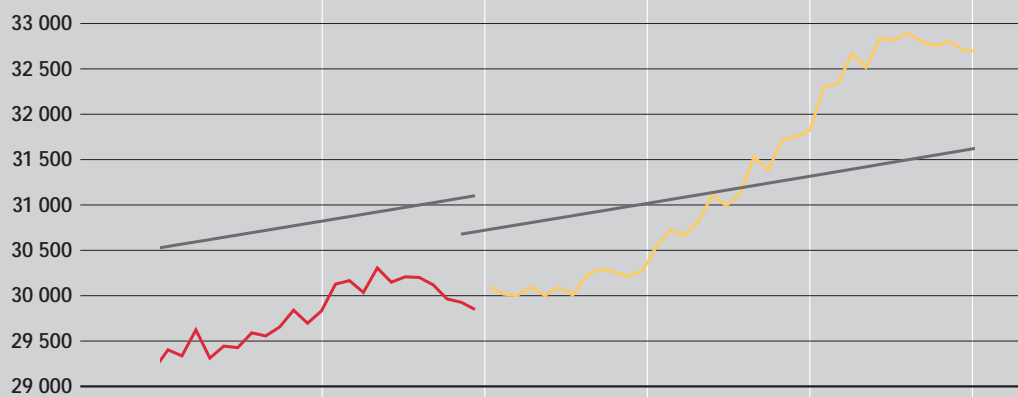
Le déplacement de la demande de billets de banque nous a amenés à constater que la croissance de la monnaie centrale amplifiait le caractère expansionniste de la politique monétaire. Des déplacements semblables de la demande avaient déjà été observés en 1996. Ils avaient découlé principalement des transferts de disponibilités que plusieurs banques avaient opérés des comptes postaux vers les comptes de virements à la Banque nationale. Les déplacements enregistrés par la demande en 1996 et en 1997 expliquent en grande partie l'écart qui s'est creusé entre la monnaie centrale et son sentier de croissance à moyen terme.

Monnaie centrale désaisonnalisée




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

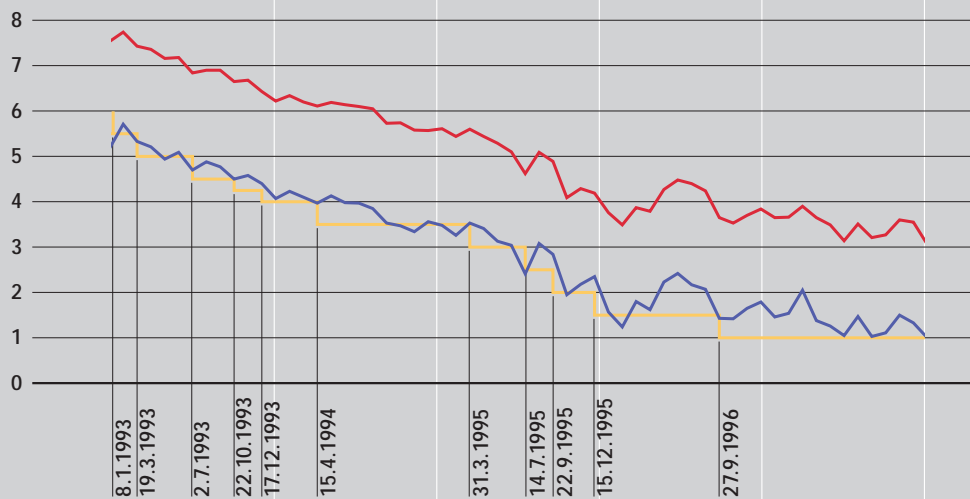
En millions de francs

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



Normalisation de la progression des autres agrégats monétaires

Politique monétaire probablement inchangée en 1998

Début de la troisième phase de l'UEM, facteur d'incertitude

Message du Conseil fédéral

Adaptations apportées à la liste des opérations autorisées

Compte tenu des incertitudes apparues ces deux dernières années dans l'interprétation de l'évolution de la monnaie centrale, nous avons davantage porté notre attention sur les agrégats monétaires répondant à des définitions plus larges, en particulier sur M₃. La croissance de M₃, qui avait marqué une nette accélération, dès le début de 1996, sous l'effet de notre politique monétaire généreuse, s'est peu à peu normalisée au cours de 1997. Au quatrième trimestre, M₃ dépassait de 3,5% son niveau de la période correspondante de 1996. Un tel taux de progression s'inscrit dans une fourchette compatible, à moyen terme, avec la stabilité des prix.

Pour 1998, nous envisageons de ne pas resserrer les rênes monétaires. L'approvisionnement de l'économie en monnaie sera augmenté de manière à permettre la poursuite de la reprise économique, sans mettre en danger la stabilité des prix. Nous tablons sur une augmentation d'approximativement 2% du produit intérieur brut réel et sur un renchérissement de 1% environ. Si la croissance économique et le renchérissement correspondent aux prévisions, la demande de monnaie centrale ne progressera que faiblement et l'agrégat évoluera parallèlement à son sentier de croissance. Ainsi, il n'y a pour le moment aucune nécessité de relever les taux d'intérêt. En cas de croissance économique sensiblement inférieure à ce qui est attendu, une baisse des taux d'intérêt serait indispensable pour empêcher un fort ralentissement de la progression des agrégats monétaires. Une reprise de la conjoncture plus vigoureuse que prévu devrait par contre engendrer une hausse des taux d'intérêt.

Au printemps de 1998, l'UE fixera la date du début de la troisième phase de l'Union économique et monétaire et désignera les pays qui pourront y participer. Il n'est pas exclu que le passage à cette troisième phase déclenche des fluctuations de cours de change indésirables sur le plan macroéconomique. Si de telles fluctuations devaient se produire, nous mettrions en œuvre les moyens dont nous disposons pour les combattre.

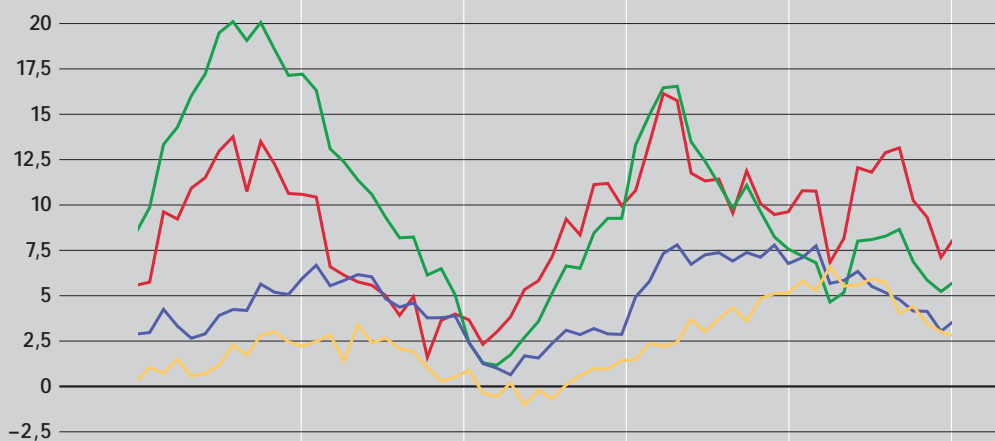
3 Révision partielle de la loi sur la Banque nationale

Le 17 mars 1997, le Conseil fédéral a soumis un message au Parlement concernant une révision partielle de la loi sur la Banque nationale (LBN). Suggérée en décembre 1996 par un groupe de travail commun du Département fédéral des finances et de la Banque nationale (voir 89^e rapport de gestion, pages 41 s), cette révision partielle a été conçue pour entrer en vigueur rapidement et permettre à la Banque nationale d'obtenir, sans modification de la base constitutionnelle actuelle (art. 39 cst.), un meilleur rendement sur ses placements de devises, grâce à une souplesse accrue et à un recours aux innovations sur les marchés financiers.

A cette fin, il était nécessaire d'apporter plusieurs adaptations à la liste des opérations que la Banque nationale est autorisée à effectuer en vertu de l'article 14 LBN. L'échéance maximale de douze mois pour les obligations facilement négociables d'Etats étrangers, d'organisations internationales et de ban-

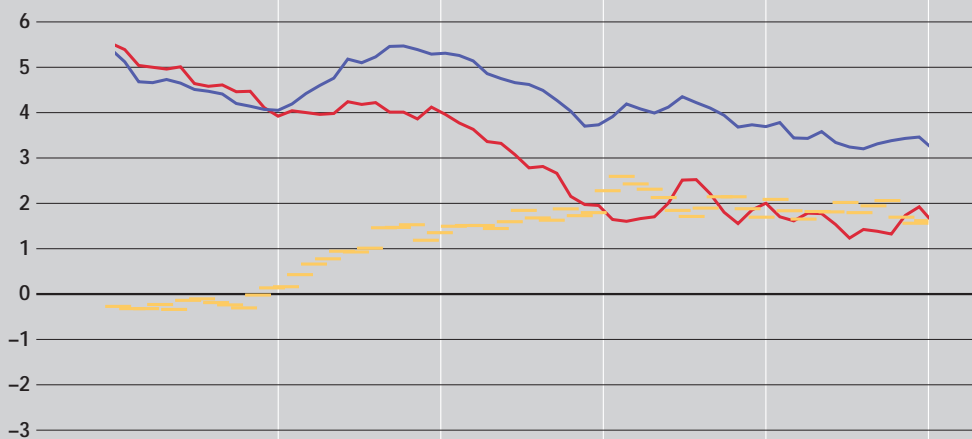
Agrégats monétaires

Monnaie centrale
 M1
 M2
 M3
 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



ques étrangères a été supprimée pour que la Banque nationale puisse relever sensiblement la durée moyenne de ses placements de devises. En outre, la loi mentionne dorénavant explicitement les opérations de pension. La Banque nationale a de plus la possibilité de recourir à des produits dérivés, pour autant que ceux-ci servent à gérer les risques de marché sur les réserves de devises. Elle est aussi autorisée à passer des opérations de pension sur or en vue d'une gestion plus active de son encaisse-or. Enfin, l'institut d'émission a été exonéré de l'impôt fédéral direct (art. 12 LBN).

Modification de la couverture des billets en circulation

Par ailleurs, les dispositions légales qui concrétisent la couverture, par de l'or et des avoirs à court terme, des billets de banque en circulation (art. 39, 7^e al. cst.) ont été adaptées elles aussi. L'échéance maximale des placements en monnaies étrangères (devises) entrant dans la couverture des billets en circulation est dorénavant identique à celle des actifs suisses correspondants, soit de deux ans (art. 19, 1^{er} al. LBN). Etant donné qu'en prêtant de l'or, la Banque nationale aurait risqué temporairement de ne plus respecter le taux minimal de la couverture-or des billets en circulation, ce taux a été ramené de 40% à 25% (art. 19, 2^e al. LBN).

Entrée en vigueur le 1^{er} novembre 1997

Le Conseil national a approuvé la révision partielle de la loi sur la Banque nationale le 12 juin, et le Conseil des Etats, le 20 juin 1997. La loi révisée est entrée en vigueur le 1^{er} novembre 1997, après expiration du délai référendaire. Grâce aux nouvelles bases légales régissant la gestion des réserves monétaires, la Banque nationale devrait être en mesure de dégager des revenus sensiblement accrus.

4 Réforme du régime monétaire

Mandat confié à un groupe d'experts

Initialement, la révision des dispositions constitutionnelles sur la monnaie devait être intégrée dans la réforme de la constitution (voir 89^e rapport de gestion, page 36). Le dépôt de deux initiatives parlementaires a toutefois incité le Conseil fédéral à accélérer la réforme des articles 38 (sur la monnaie) et 39 (sur la banque d'émission). Le 18 avril 1997, le chef du Département fédéral des finances a constitué un groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» et l'a chargé d'élaborer un projet de nouvel article constitutionnel sur la monnaie. Les experts ont reçu également pour mission d'étudier toutes les questions qui se poseront, au niveau des lois et ordonnances, après la suppression du rattachement du franc à l'or et de tenir compte, dans leurs travaux, des répercussions que les dispositions du droit des sociétés anonymes peuvent avoir sur la Banque nationale et ses organes.

Rapport à l'appui d'un projet d'article constitutionnel sur la monnaie

Le 24 octobre 1997, les experts ont rendu public un rapport portant sur le premier volet de leur mandat. Dans leur projet de nouvel article constitutionnel sur la monnaie, le franc n'est plus rattaché juridiquement à l'or, ce qui, de facto, est déjà le cas depuis longtemps. Les experts proposent également que la mission de la banque centrale, formulée jusqu'ici de manière relativement étendue, soit précisée dans la constitution de sorte que la Banque nationale axe sa politique sur l'objectif prioritaire de la stabilité des prix et qu'elle soutienne la politique économique générale de la Confédération, dans la mesure où cela est

possible sans préjudice de cet objectif. Ils précisent que l'objectif prioritaire de la stabilité des prix implique pour la Banque nationale qu'elle mène une politique monétaire visant à la fois à lutter contre le renchérissement et à éviter la déflation. Pour eux, ce libellé ne réduit pas l'importance accordée dans la constitution aux autres objectifs de la politique économique (croissance et emploi). L'obligation explicite qu'aura la banque centrale de sauvegarder le pouvoir d'achat de la monnaie ainsi que l'ancrage, dans la constitution, de l'indépendance de la Banque nationale doivent être considérés comme deux substituts, adaptés à notre époque, du rattachement du franc à l'or. Sur ce plan, les experts constatent que, par rapport aux banques centrales indépendantes dans l'accomplissement de leurs tâches, celles qui sont sous l'influence directe de l'Etat sont généralement moins en mesure d'éviter un recours à la planche à billets pour financer des déficits publics.

Conformément à son mandat, le groupe d'experts s'est penché également sur la question du volume des réserves monétaires qui sera nécessaire à la conduite de la politique monétaire lorsque les réserves d'or, immobilisées jusqu'ici, deviendront pour la banque centrale des actifs pouvant être cédés sur le marché, comme les autres. Il estime que le volume nécessaire des réserves monétaires dépend avant tout de la taille de l'économie et de l'importance des liens économiques du pays avec l'étranger. Comparées à ce que détiennent des pays aux caractéristiques proches de celles de la Suisse, les réserves de devises non couvertes contre le risque de change atteignent aujourd'hui en Suisse une proportion du produit intérieur brut qui peut être considérée comme appropriée. Les experts considèrent qu'en plus des réserves de devises non couvertes contre le risque de change, un montant d'au moins 10 milliards de francs est indispensable pour que les réserves monétaires puissent contribuer efficacement à la stabilité de la place financière suisse. Ce montant correspond à environ 1 200 tonnes d'or, avec une évaluation prudente du métal précieux. Le groupe d'experts propose par conséquent de sortir du bilan de la Banque nationale 1 400 tonnes d'or, afin que ce patrimoine national soit disponible pour d'autres affectations publiques. Il serait ainsi possible d'éviter des conflits d'intérêts, au sein de la Banque nationale, entre les tâches d'une autorité monétaire et celles d'un gestionnaire de patrimoine.

Dans sa prise de position du 24 octobre 1997, le chef du Département fédéral des finances a qualifié le rapport présenté par les experts de document fondamental pour l'analyse de plusieurs questions centrales de la politique monétaire. En accord avec la Direction générale de la Banque nationale, il s'est cependant écarté de l'opinion des experts sur deux points. Le Département fédéral des finances a l'intention – premier point – de soumettre au Conseil fédéral une formulation plus large de la mission de la Banque nationale pour que, à côté de l'objectif prioritaire de la stabilité des prix, d'autres objectifs de politique économique soient pris en compte. En outre, il entend – deuxième point – maintenir l'option initiale en ce qui concerne les réserves d'or excédentaires, donc se limiter dans un premier temps à la possibilité d'affecter de l'or, pour une valeur de 7 milliards de francs, au financement de la Fondation Suisse solidaire dont la création est projetée. Le Département fédéral des finances a par ailleurs annoncé qu'un message relatif à un nouvel article sur la monnaie sera rapidement adressé au Conseil fédéral.

Mobilisation, à d'autres fins,
de réserves d'or excédentaires

Prise de position du
Département fédéral des
finances et de la
Banque nationale