



# 1 Stratégie

La stabilité des prix est une condition importante à remplir pour assurer le bon fonctionnement de l'économie. Elle contribue en outre à la prospérité. La politique monétaire de la Banque nationale vise à maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Elle crée ainsi des conditions-cadres favorables, qui permettent à l'économie d'utiliser pleinement son potentiel de production. Pour assurer la stabilité des prix, la Banque nationale doit établir des conditions monétaires appropriées. Un niveau trop bas des taux d'intérêt engendre un approvisionnement excessif de l'économie en monnaie et, partant, une demande trop forte de biens et de services. Une telle situation stimule la production dans un premier temps. Mais, à la longue, des goulets d'étranglement apparaissent, et l'appareil de production est trop sollicité. Seuls les prix augmentent encore et, du côté de la production, la situation se détériore de nouveau. Inversement, un niveau excessif des taux d'intérêt entraîne un approvisionnement trop modeste en liquidités, d'où une demande trop faible. Les prix des biens et services subissent alors des pressions à la baisse, ce qui freine le développement de l'économie.

**Importance de la stabilité des prix**

La Banque nationale a besoin d'indicateurs qui lui permettent de déterminer si, compte tenu de l'objectif de la stabilité des prix, le cap donné à sa politique est approprié. A cet égard, l'évolution des agrégats monétaires a joué un rôle de premier plan jusqu'à la fin des années nonante. Aujourd'hui, la Banque nationale recourt à une large palette d'indicateurs réels et monétaires. La stratégie de politique monétaire qu'elle applique depuis le début de 2000 repose sur trois éléments. La Banque nationale définit d'abord ce qu'elle entend par stabilité des prix. Elle fonde ensuite ses décisions de politique monétaire sur une prévision d'inflation à moyen terme. Enfin, sur le plan opérationnel, elle assigne une marge de fluctuation à un taux de référence qu'elle a choisi, le Libor à trois mois («London interbank offered rate»). Depuis début 2000, la Banque nationale renonce également à publier un objectif de croissance en termes d'un agrégat monétaire. Etant donné qu'elles fournissent de précieuses informations sur l'évolution à moyen terme du renchérissement, les masses monétaires continuent cependant à jouer un rôle important en tant qu'indicateurs de la politique monétaire.

**Stratégie adoptée**

La Banque nationale assimile une hausse annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation de moins de 2% à la stabilité des prix. Ainsi, elle tient compte également du fait que le renchérissement ne peut être mesuré avec exactitude. Des problèmes de mesure découlent par exemple des améliorations qualitatives qui sont apportées aux biens et aux services. De telles améliorations rendent l'inflation tendancielle un peu plus forte qu'elle ne l'est en réalité.

**Définition de la stabilité des prix**

En juin et en décembre, la Banque nationale publie une prévision d'inflation pour les trois prochaines années. La période de trois ans correspond au laps de temps qui est nécessaire à la transmission des impulsions venant de la politique monétaire. Des prévisions pour un tel horizon sont cependant grevées de lourdes incertitudes. En publiant une prévision à moyen terme, la Banque nationale souligne la nécessité d'adopter une attitude prospective et de réagir suffisamment tôt à des dangers aussi bien inflationnistes que déflationnistes. La prévision d'inflation repose généralement sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois – le taux de référence de la Banque nationale – constant pendant la période sur laquelle porte la projection.

**Publication à intervalles réguliers d'une prévision d'inflation**

**Indicateurs entrant dans la prévision d'inflation**

A moyen ou long terme, la tendance du niveau des prix dépend de manière décisive de l'évolution des agrégats monétaires. L'agrégat  $M_3$  en particulier fournit de précieuses informations. A court terme, d'autres indicateurs ayant trait avant tout à l'évolution de la conjoncture et des cours de change sont importants. La Banque nationale commente périodiquement l'évolution des principaux indicateurs de politique monétaire qui entrent dans sa prévision d'inflation.

**Réexamen de la politique monétaire en fonction de la prévision d'inflation**

Si l'inflation prévue s'écarte de la stabilité des prix, une adaptation de la politique monétaire s'impose. La Banque nationale aura tendance à durcir sa politique monétaire lorsque le renchérissement menace de passer à moyen terme au-dessus de 2%. Inversement, elle l'assouplira s'il y a danger de déflation.

**En principe, aucune réaction en cas de mouvements à court terme des prix**

La Banque nationale doit s'attendre à ce que les prix subissent, à court terme, des mouvements inattendus à la suite notamment de fluctuations des prix des produits pétroliers, d'autres prix à l'importation et des cours de change. Elle ne réagit à de tels mouvements que si une évolution inflationniste ou déflationniste durable menace. Chercher à éliminer ces mouvements à court terme pourrait amplifier les fluctuations de la conjoncture, ce qui nuirait sensiblement à l'économie.

**Prise en compte de la conjoncture**

Une économie nationale est soumise à de nombreuses influences qui viennent du pays comme de l'étranger et engendrent des fluctuations de la conjoncture. De telles fluctuations sont inévitables. La politique monétaire axée sur le moyen terme que mène la Banque nationale contribue cependant à les atténuer. Les pressions à la hausse sur les prix faiblissent dans une phase où les capacités de production ne sont pas pleinement utilisées et se renforcent lorsqu'il y a surchauffe de l'économie. Aussi la Banque nationale a-t-elle tendance à assouplir sa politique dans le premier cas et à la durcir dans le second. Ce faisant, elle tient compte de la conjoncture et favorise une évolution équilibrée de l'économie.

**Stratégie pour la gestion du marché monétaire: marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois**

Pour mettre en œuvre ses intentions de politique monétaire, la Banque nationale influe sur le niveau des taux d'intérêt du marché monétaire. Elle assigne une marge de fluctuation d'un point au Libor à trois mois, soit le taux des dépôts à court terme en francs le plus important sur le plan économique, et la rend publique périodiquement. Elle réexamine sa politique monétaire à l'occasion des analyses de la situation auxquelles elle procède chaque trimestre. Si les circonstances l'exigent, l'institut d'émission adapte la marge de fluctuation du Libor à trois mois sans attendre le prochain examen trimestriel de la situation. Il motive les éventuelles adaptations.

2000

2001

2002

2003

2004

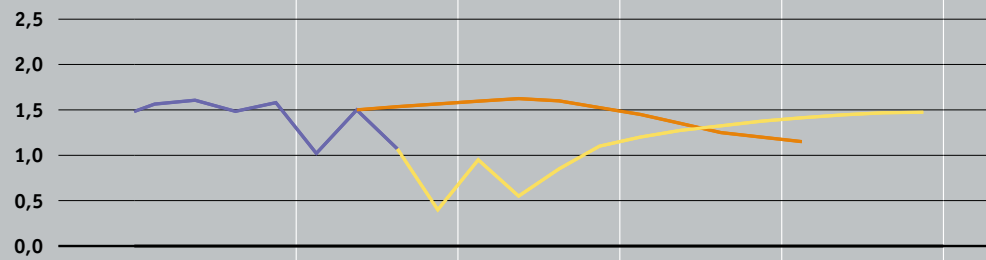
### Prévision d'inflation

Inflation

Prévision de juin 2001  
(Libor: 3,25%)

Prévision de décembre 2001  
(Libor: 1,75%)

Variation en pour-cent  
de l'indice suisse des  
prix à la consommation  
par rapport à l'année  
précédente.



La Banque nationale influe sur le Libor à trois mois essentiellement par des pensions de titres à court terme («repos»). Afin d'éviter une hausse indésirable du Libor à trois mois, elle peut renforcer, par des pensions de titres, la dotation des banques en liquidités et réduire tendanciellement les taux qu'elle applique aux pensions de titres (création de liquidités). Inversement, elle peut provoquer une hausse des taux d'intérêt en raréfiant l'approvisionnement en liquidités ou en relevant les taux de ses pensions de titres (résorption de liquidités). Les banques commerciales détiennent une part prépondérante de leurs liquidités en francs suisses sous forme d'avoirs en comptes de virements à la Banque nationale. La demande d'avoirs en comptes de virements des banques commerciales découle avant tout des dispositions légales régissant les liquidités bancaires. Depuis l'introduction des liquidités intrajournalières, les besoins liés au trafic des paiements interbancaires – en particulier ceux des principaux établissements – n'influent en principe plus sensiblement sur la demande d'avoirs en comptes de virements. Les pensions de titres sont conclues habituellement pour des durées allant d'un jour à plusieurs semaines. Les fluctuations à court terme des taux d'intérêt appliqués aux pensions de titres ne reflètent pas une modification du cap donné à la politique monétaire. Il faut y voir les réactions de la Banque nationale à des inégalités dans la répartition des liquidités au sein du système bancaire et à d'autres facteurs à court terme.

#### Taux des pensions de titres et Libor à trois mois

Les taux d'intérêt appliqués aux pensions de titres et le Libor ne sont pas directement comparables. Pour deux raisons, le Libor à trois mois est généralement plus élevé que les taux des pensions de titres. Dans la grande majorité des cas, les durées des pensions de titres sont inférieures à trois mois, d'où une prime de durée plus élevée du côté du Libor à trois mois. En outre, le Libor s'applique à des crédits en blanc, alors que les pensions de titres sont des prêts garantis par des titres. Le Libor inclut aussi, par conséquent, une prime pour le risque de crédit.

#### Instruments de politique monétaire



#### Titres pris en pension en pour-cent

Obligations en francs suisses de débiteurs suisses 29

Obligations en francs suisses de débiteurs étrangers 18

Obligations en euros 53

Total: 26,2 milliards de francs à fin 2001

Les pensions de titres («repos») sont devenues le principal instrument de politique monétaire de la Banque nationale. Dans une telle opération, l'emprunteur vend au prêteur des papiers-valeurs qu'il détient dans son portefeuille ou qu'il a empruntés. Simultanément, il s'engage à racheter au prêteur, à une date ultérieure, une quantité équivalente de papiers de la même catégorie. Sous l'angle économique, les pensions de titres sont des prêts assortis d'une garantie. L'emprunteur verse un intérêt au prêteur pour la durée du prêt. Pour la gestion du marché monétaire, la Banque nationale peut recourir également aux swaps devises contre francs. Elle a aussi la possibilité de placer dans des banques, en son nom, mais aux risques de la Confédération, des fonds que celle-ci a déposés à terme fixe chez elle. Ainsi, elle peut compenser des mouvements de liquidités entre les banques et la Confédération. Dans la stratégie actuelle de gestion du marché monétaire, ces deux derniers instruments ne jouent aucun rôle et ne sont utilisés qu'exceptionnellement.

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

	2000		2001	
	Encours	Mouvement	Encours	Mouvement
	Moyenne annuelle		Moyenne annuelle	
<b>Pensions de titres (création de liquidités)</b>	18,9	768,7	17,1	923,5
à moins de 1 semaine	0,9	227,0	1,1	250,4
à 1 semaine	4,1	211,2	9,3	482,0
à 2 semaines	9,9	259,3	5,2	139,2
à 3 semaines	3,6	62,2	0,9	16,0
autres	0,4	8,9	0,7	36,0
<b>Pensions de titres (résorption de liquidités)</b>	0,2	40,0	0,0	12,4
à moins de 1 semaine	0,2	40,0	0,0	12,4
<b>Fonds de la Confédération</b>	11,4	112,8	4,9	72,8

Par des pensions de titres, la Banque nationale met pendant la journée des liquidités à la disposition des banques, sans intérêt, pour faciliter le déroulement du trafic des paiements. Disponibles uniquement pendant la journée, les liquidités intrajournalières ne peuvent être utilisées pour satisfaire aux exigences légales en matière de liquidités. Ces exigences se réfèrent aux données en fin de journée, donc à la situation des banques après le remboursement des liquidités intrajournalières. Si une banque ne rembourse pas le même jour les liquidités intrajournalières qu'elle a obtenues, elle doit verser un intérêt calculé à un taux nettement supérieur à celui des avances sur nantissement.

Une banque confrontée à des besoins urgents de liquidités qu'elle ne peut couvrir sur le marché monétaire a la possibilité de s'adresser à la Banque nationale pour obtenir une avance sur nantissement. Ces avances sont rémunérées au taux lombard officiel, et la banque ne peut 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, la Banque nationale fixe quotidiennement le taux lombard deux points au-dessus du taux de l'argent au jour le jour.

**Liquidités intrajournalières  
en vue de faciliter le trafic  
des paiements**

**Avances sur nantissement,  
source de refinancement  
à court terme pour faire  
face à des situations  
exceptionnelles**

## 2 Mise en œuvre de la politique monétaire

### Situation initiale

Selon la prévision d'inflation publiée par la Banque nationale en décembre 2000, le renchérissement devait s'accélérer légèrement au cours de 2001 et passer ainsi temporairement à un peu plus de 2%. La prévision reposait sur un Libor à trois mois inchangé à 3,5%, mais aussi sur la vigoureuse croissance économique de l'année 2000 et la hausse massive des prix des produits pétroliers. La Banque nationale avait alors souligné que les resserrements de la politique monétaire suisse, entre l'automne de 1999 et l'été de 2000, et le refroidissement attendu de la conjoncture aux Etats-Unis et en Europe contribueraient à éviter une surchauffe inflationniste de l'économie suisse. Elle tablait sur un ralentissement de la conjoncture, puisqu'elle prévoyait une croissance économique réelle de 2,2% en 2001 et de 1,6% en 2002.

### Relâchement des pressions à la hausse sur les prix – Abaissement, en mars, de la marge de fluctuation

Au cours du premier trimestre de 2001, on a cependant observé que les pressions à la hausse sur les prix commençaient à faiblir. Le ralentissement de la conjoncture en Suisse et à l'étranger, mais aussi la baisse d'une rapidité inattendue des prix des produits pétroliers ont contribué à ce relâchement. Le 22 mars, la Banque nationale a réagi à cette évolution en ramenant de 3%–4% à 2,75%–3,75% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Celle-ci n'avait plus été modifiée depuis le milieu de 2000.

### Aucune adaptation de la marge de fluctuation lors de l'examen de la situation de juin

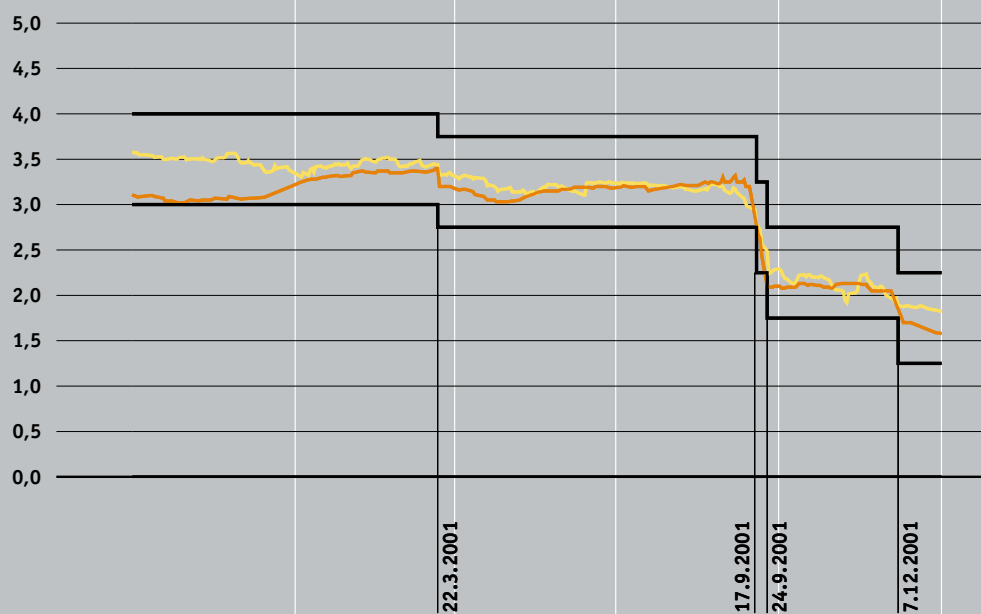
Pendant les mois suivants, la conjoncture a perdu de sa vigueur, mais le ralentissement est resté modéré, et l'économie suisse a continué à utiliser pleinement ses capacités de production. Comme la plupart des observateurs, la Banque nationale estimait alors que la conjoncture allait marquer une légère reprise aux Etats-Unis vers la fin de l'année. Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le renchérissement, qui avait nettement faibli au premier trimestre sous l'effet de facteurs spéciaux, a de nouveau augmenté au cours des deux mois suivants pour s'établir à 1,5%, soit approximativement à son niveau moyen de l'année 2000. Selon la prévision d'inflation présentée lors de la conférence de presse du 14 juin, la Banque nationale s'attendait, compte tenu d'un taux d'intérêt à trois mois de 3,25%, à une stabilisation du renchérissement à 1,5% environ en 2003. C'est pourquoi elle a décidé, lors de l'examen de la situation de juin, de maintenir inchangée la marge de fluctuation du Libor.

### Baisses de taux d'intérêt après les attentats terroristes aux Etats-Unis

Dans la seconde moitié de l'année, il est apparu toujours plus clairement que la reprise de la conjoncture aux Etats-Unis n'interviendrait pas aussi rapidement qu'on l'espérait. En outre, la conjoncture en Europe, en particulier en Allemagne, a faibli plus que prévu. Ainsi, les perspectives de croissance se sont détériorées, pour l'économie suisse également. Simultanément, le renchérissement observé a diminué. Par conséquent, le terrain était déjà prêt, avant les attentats terroristes du 11 septembre, pour une nouvelle baisse des rémunérations servies sur le marché monétaire. Le 17 septembre, lorsque la Réserve fédérale des Etats-Unis et la Banque centrale européenne ont réduit d'un demi-point leurs taux d'intérêt, la Banque nationale n'a pas attendu son examen de la situation économique et monétaire, fixé au 20 septembre, pour abaisser elle aussi d'un demi-point la marge de fluctuation du Libor. Cette marge a été ainsi ramenée à 2,25%–3,25%. Comme les autres banques centrales avaient toutes réduit leurs taux directeurs d'un demi-point, les écarts entre taux d'intérêt étrangers et suisses sont restés inchangés. Dans les jours suivants, le franc a subi de fortes

## Taux d'intérêt à court terme

Libor à trois mois  
Pensions de titres à une semaine  
Marge de fluctuation  
Valeurs journalières



pressions à la hausse sur les marchés des changes, en particulier face à l'euro. La Banque nationale a informé les marchés, le 21 septembre, de la sérieuse inquiétude que lui inspirait l'évolution des cours de change et, le 24 septembre, diminué une nouvelle fois d'un demi-point la marge de fluctuation du Libor, marge qui a alors passé à 1,75%–2,75%. Ce faisant, elle a réagi à la revalorisation du franc, laquelle menaçait de durcir les conditions monétaires dans une mesure indésirable eu égard à l'affaiblissement de la croissance économique.

**Nouvel abaissement de la marge de fluctuation en décembre**

Lors de l'examen de la situation économique et monétaire de décembre, la Banque nationale a décidé d'abaisser une fois encore d'un demi-point la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Elle l'a par conséquent ramenée à 1,25%–2,25%. Elle a ainsi répondu à la nouvelle détérioration des perspectives conjoncturelles et à la diminution des pressions à la hausse sur les prix qui en découlait. Selon la prévision d'inflation publiée lors de la conférence de presse du 7 décembre, prévision qui repose sur un Libor à trois mois de 1,75%, le taux de renchérissement devrait s'inscrire en moyenne à 0,9% en 2002, à 1,3% en 2003 et à 1,5% en 2004. La Banque nationale a établi sa prévision en partant d'une croissance réelle du produit intérieur brut de 1,5% en 2001 et d'environ 1% en 2002.

**Hausse passagère, à l'intérieur de la marge de fluctuation, des taux appliqués aux pensions de titres**

En 2001, la Banque nationale a donc abaissé la marge de fluctuation du Libor de 1,75 point au total, en quatre étapes. Lors de chacune de ces étapes, à l'exception de celle du 24 septembre, elle a précisé également aux marchés qu'elle entendait, jusqu'à nouvel avis, maintenir le Libor dans la zone médiane de la marge de fluctuation. Mais, comme les marchés s'attendaient depuis le début de l'année à des baisses de taux d'intérêt, la Banque nationale a dû par moments laisser augmenter les taux d'intérêt appliqués aux pensions de titres à court terme. Une telle situation s'est produite notamment en mars, en septembre et en novembre, soit dans des phases où les marchés tablaient toujours plus sur une réduction possible, et même anticipée, des taux. Dans ces phases, la Banque nationale a utilisé également la souplesse que lui offre la marge de fluctuation et laissé le Libor à trois mois passer nettement au-dessous du centre de la marge alors en vigueur.

**Aucun signe de hausse des prix à moyen ou long terme**

Du côté des agrégats monétaires, aucun indice d'une menace pesant sur la stabilité des prix à moyen ou long terme n'était perceptible, ce qui a facilité les baisses substantielles des taux d'intérêt à court terme en 2001. Après avoir peu varié entre 1997 et le milieu de 1999, la masse monétaire  $M_3$  a augmenté constamment au cours de 2001, mais sa croissance est restée modérée. Au quatrième trimestre,  $M_3$  dépassait en moyenne de 4,8% son niveau de la période correspondante de 2000.

**Accroissement de la monnaie centrale en raison de la demande plus forte de billets de banque**

La monnaie centrale désaisonnalisée – les liquidités que la Banque nationale met directement à la disposition de l'économie – s'est accrue davantage que  $M_3$ . Son accroissement est dû principalement à une vive expansion des billets en circulation, expansion qui a été stimulée par des facteurs spéciaux tels que l'introduction prochaine du numéraire en euros. La seconde composante de la monnaie centrale – les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale – a augmenté elle aussi, tout en marquant de fortes fluctuations. Les interactions entre les anticipations des marchés en matière de taux d'intérêt et les efforts de la Banque nationale en vue de maintenir le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation ont sans doute contribué pour beaucoup à ces fluctuations.

### 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

— Libor à trois mois  
— Rendement d'obligations fédérales  
- - - Ecart en points

