



# 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, c'est-à-dire à éviter aussi bien l'inflation que la déflation. 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**

Une économie nationale est soumise à de nombreuses influences venant du pays comme de l'étranger, d'où des fluctuations de la conjoncture. De telles fluctuations sont inévitables. Etant axée sur le moyen terme, la politique monétaire 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 aura-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.

**Prise en compte de la conjoncture**

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 fixe une marge de fluctuation pour un taux de référence qu'elle a choisi, le Libor («London interbank offered rate») pour les dépôts à trois mois en francs.

**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 tendanciellement un peu plus forte qu'elle ne l'est en réalité.

**Définition de la stabilité des prix**

Jusqu'à fin 2002, la Banque nationale a publié régulièrement, en juin et en décembre, une prévision d'inflation pour les trois prochaines années. Elle a annoncé son intention de le faire, dorénavant, après chaque examen trimestriel de la situation. 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 portant sur une période aussi longue sont cependant grevées de lourdes

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

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 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. Ainsi, elle montre quelle devrait être l'évolution future des prix, compte tenu de conditions-cadres inchangées sur le plan monétaire, et n'est de ce fait pas comparable avec les prévisions établies par d'autres sources.

A moyen ou long terme, la tendance du niveau des prix dépend de manière décisive de l'évolution des agrégats monétaires. Ceux-ci continuent par conséquent à jouer un rôle important en tant qu'indicateurs de la politique monétaire. L'agrégat M<sub>3</sub> en particulier fournit, on l'a constaté, 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.

Si l'inflation prévue s'écarte de la stabilité des prix, une adaptation de la politique monétaire s'impose. La Banque nationale envisagera donc un durcissement de sa politique monétaire si le renchérissement menace de passer à plus de 2%. Inversement, elle tendra à l'assouplir s'il y a danger de déflation.

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.

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 en général lors 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 adaptations.

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

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

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

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

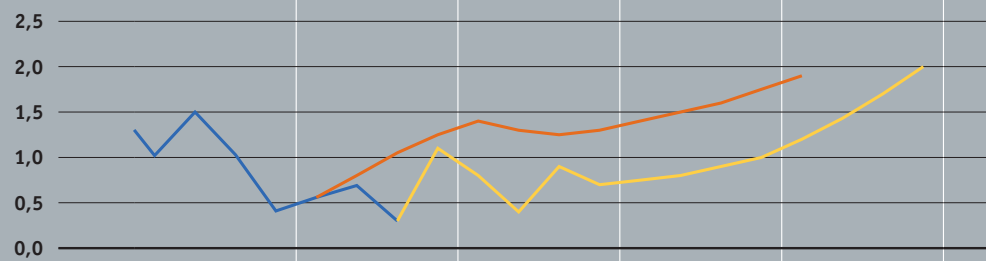
### Prévision d'inflation

Inflation

Prévision de juin 2002  
(Libor à trois mois: 1,25%)

Prévision de décembre 2002  
(Libor à trois mois: 0,75%)

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



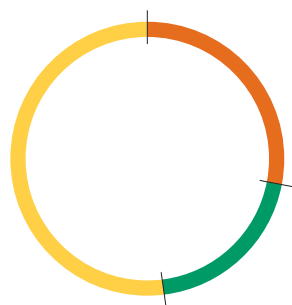
La Banque nationale influe sur le Libor à trois mois essentiellement par son principal instrument de politique monétaire, les pensions de titres à court terme («repos»). Afin d'éviter une hausse indésirable du Libor à trois mois, elle peut renforcer, par des pensions de titres, la dotation des banques en liquidités et réduire 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 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 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 guère une modification du cap donné à la politique monétaire. Il faut y voir avant tout 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.

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. Le Libor s'applique à des crédits en blanc, alors que les pensions de titres sont des prêts garantis par des papiers-valeurs. Le Libor inclut par conséquent une prime pour le risque de crédit. En outre, les durées des pensions de titres sont dans la plupart des cas inférieures à trois mois, d'où une prime de durée plus élevée du côté du Libor à trois mois.

Dans une pension de titres, l'emprunteur vend au prêteur des papiers-valeurs qu'il détenait 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.

Taux des pensions de titres et Libor à trois mois

Pensions de titres



Titres pris en pension en pour-cent

Obligations en francs suisses de débiteurs suisses 28

Obligations en francs suisses de débiteurs étrangers 20

Obligations en euros 52

Total: 27,9 milliards de francs à fin 2002

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 propre 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 la Banque nationale, ces deux instruments ne jouent plus aucun rôle; depuis l'année 2000, la gestion du marché monétaire est assurée exclusivement par des pensions de titres.

### Instrument servant à la gestion du marché monétaire

en milliards de francs

	2001		2002	
	Encours Moyenne annuelle	Mouvement	Encours Moyenne annuelle	Mouvement
<b>Pensions de titres (création de liquidités)</b>	17,1	923,5	21,7	967,6
à moins de 1 semaine	1,1	250,4	0,8	213,5
à 1 semaine	9,3	482,0	8,5	445,6
à 2 semaines	5,2	139,2	10,2	258,6
à 3 semaines	0,9	16,0	1,7	36,6
autres	0,7	36,0	0,5	13,3
<b>Pensions de titres (résorption de liquidités)</b>	0,0	12,4	0,0	0,5
à moins de 1 semaine	0,0	12,4	0,0	0,5
<b>Fonds de la Confédération</b>	4,9	72,8	5,9	66,3

Par des pensions de titres, la Banque nationale met pendant la journée des liquidités à la disposition des banques et de la Poste, sans intérêt, pour faciliter le déroulement du trafic des paiements dans le SIC (Swiss Interbank Clearing) et des opérations de change dans le système CLS (Continuous Linked Settlement), introduit depuis peu. 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

En décembre 2001, la Banque nationale avait ramené à 1,25%–2,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois et publié une prévision d'inflation faite en partant de l'hypothèse d'un Libor constant à 1,75%. Selon cette prévision, l'inflation en Suisse devait faiblir au cours de l'année 2002 et s'inscrire passagèrement à environ 0,5%, puis s'accélérer graduellement pour atteindre 1,5% à la fin de la période de trois ans. Pour 2002, la Banque nationale tablait sur une croissance de l'économie suisse d'environ 1%, contre 1,5% précédemment. Elle a par conséquent continué à mener une politique monétaire expansionniste, qui s'est traduite notamment par une forte croissance de la masse monétaire  $M_3$ .

### Nouvelle appréciation de la situation étant donné la faiblesse inattendue de la croissance économique et la fermeté du franc

Au cours de l'année, deux facteurs avant tout ont amené à modifier à plusieurs reprises l'appréciation de la situation. En effet, il est apparu toujours plus clairement que la reprise attendue prenait du retard et que la croissance économique de 1% ne serait pas atteinte. De plus, le franc – deuxième facteur – était ferme sur les marchés des changes. Après les attentats terroristes du 11 septembre 2001 aux Etats-Unis, le franc s'était déjà revalorisé nettement, en termes nominaux et réels. Les pressions à la hausse ont ensuite faibli, mais le franc s'est de nouveau raffermi légèrement en avril et en juillet. Avec des taux d'intérêt inchangés, la revalorisation du franc aurait eu les mêmes effets qu'une politique monétaire plus restrictive. Une telle évolution était indésirable étant donné la croissance économique d'une faiblesse inattendue et le renchérissement bas.

### Abaissement de la marge de fluctuation en mai et juillet

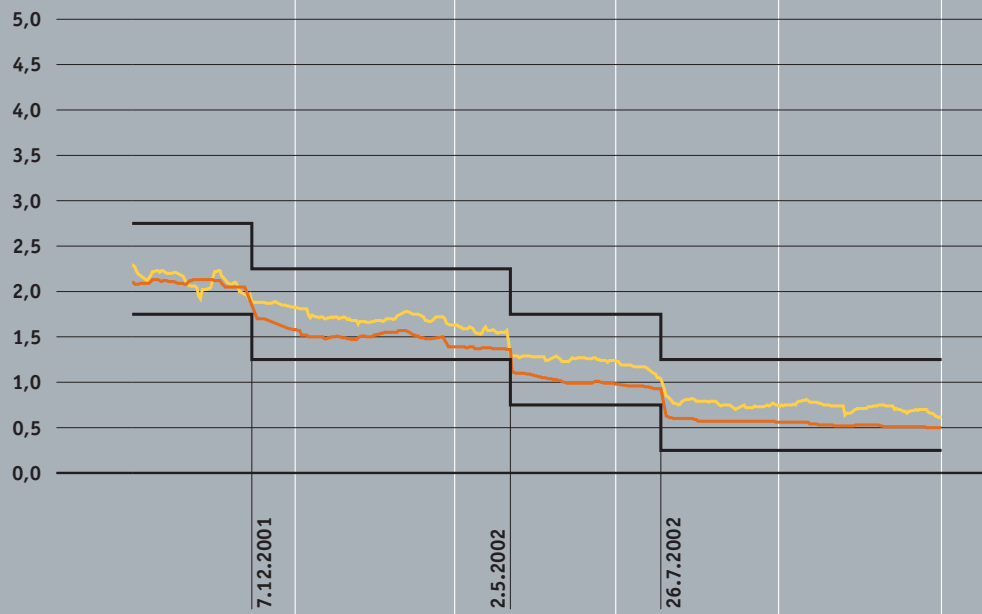
La Banque nationale a réagi à ces évolutions en abaissant, en deux étapes, la marge de fluctuation du Libor. Le 2 mai, elle a ramené de 1,25%–2,25% à 0,75%–1,75% la marge de fluctuation. Le 26 juillet, elle l'a encore abaissée d'un demi-point, la fixant à 0,25%–1,25%. La croissance économique plus lente et le renchérissement inférieur à 1% donnaient une marge permettant ces baisses, au total substantielles, de taux d'intérêt.

### Aucune modification de la marge de fluctuation lors des examens, aux dates prévues, de la situation

Lors des examens trimestriels de la situation, la Banque nationale a maintenu inchangée sa marge de fluctuation du Libor. En mars, il n'y avait encore aucune raison de modifier la politique monétaire. Grâce à la publication de données favorables sur la conjoncture économique aux Etats-Unis, le climat s'était même amélioré légèrement, ce qui avait déclenché notamment une hausse des cours des actions. En juin et en septembre, une adaptation ne s'imposait pas puisque la marge de fluctuation avait déjà été abaissée peu auparavant, soit les 2 mai et 26 juillet. Lors de ces deux examens trimestriels de la situation, il n'y avait guère matière à prendre des mesures supplémentaires. De même, la Banque nationale a laissé la marge de fluctuation inchangée en décembre. Elle a maintenu sa politique monétaire expansionniste afin de soutenir la reprise attendue de la conjoncture.

Taux d'intérêt à court terme

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



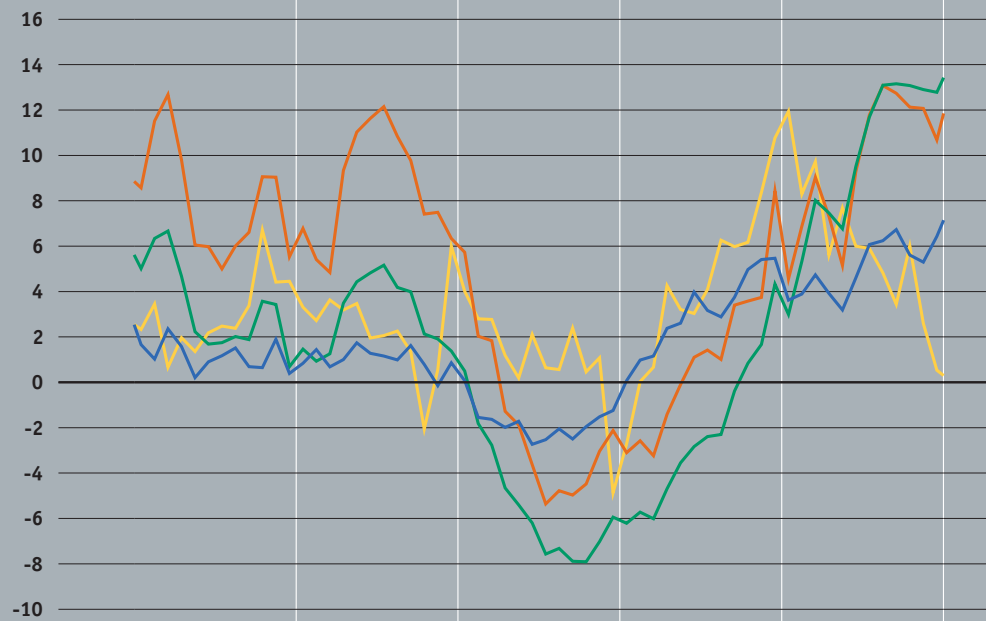
Selon la prévision d'inflation publiée en juin 2002 pour un Libor à trois mois inchangé à 1,25 %, le renchérissement devait augmenter rapidement et sensiblement vers la fin de la période de trois ans. La même tendance est ressortie de la prévision d'inflation établie en décembre 2002 sur la base d'un Libor à trois mois constant à 0,75 %. Ainsi, selon les deux prévisions, le bas niveau des taux d'intérêt est pour le moment approprié, mais ne peut pas être maintenu à moyen ou long terme sans mettre en jeu la stabilité des prix.

## Agrégats monétaires

Monnaie centrale

 $M_1$  $M_2$  $M_3$ 

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

