



# 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, 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 en crédits 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. Il en résulte des hausses de prix et, ainsi, une détérioration de la situation du côté de la production. Inversement, un niveau excessif des taux d'intérêt entraîne un approvisionnement trop modeste en monnaie et en crédits, 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. La Banque nationale aura par conséquent tendance à assouplir sa politique dans le premier cas et à la durcir dans le second. En agissant ainsi, 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. Elle 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: une définition de la stabilité des prix, une prévision d'inflation à moyen terme et, sur le plan opérationnel, une marge de fluctuation assignée à un taux de référence que l'institut d'émission a choisi, le Libor («London interbank offered rate») pour dépôts à trois mois en francs suisses.

**Stratégie de politique monétaire**

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**

Chaque trimestre, la Banque nationale publie une prévision d'inflation pour les trois prochaines années. La période de trois ans correspond approximativement au laps de temps qui est nécessaire à la transmission des impulsions

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

venant de la politique monétaire. Des prévisions portant sur une période aussi longue 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 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.

**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. Ceux-ci continuent par conséquent à jouer un rôle déterminant en tant qu'indicateurs de la politique monétaire. L'agrégat  $M_3$  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.

**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 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 ne réagit cependant pas mécaniquement à sa prévision d'inflation.

**Aucune réaction en cas de mouvement 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.

**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 au Libor à trois mois, soit le taux des dépôts à court terme en francs le plus important sur le plan économique, et rend publique périodiquement cette marge qui est normalement d'un point. Elle réexamine sa politique monétaire à l'occasion de l'analyse de la situation à laquelle 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.

## Prévisions d'inflation

Inflation

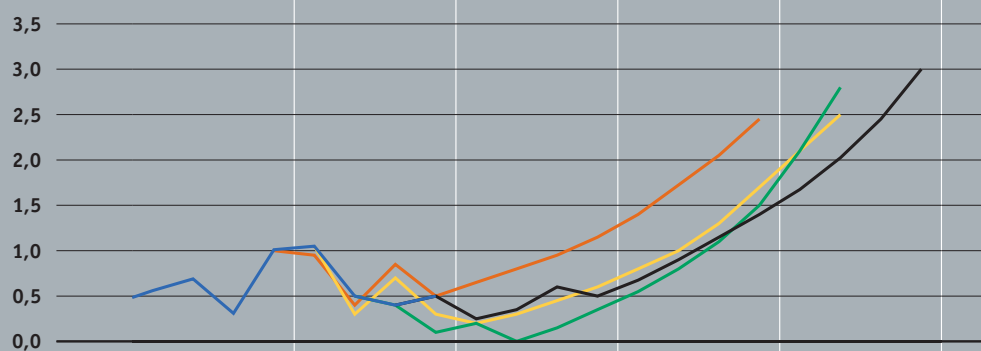
Prévision de mars 2003  
(avec Libor à trois mois à 0,25%)

Prévision de juin 2003  
(avec Libor à trois mois à 0,25%)

Prévision de septembre 2003  
(avec Libor à trois mois à 0,25%)

Prévision de décembre 2003  
(avec Libor à trois mois à 0,25%)

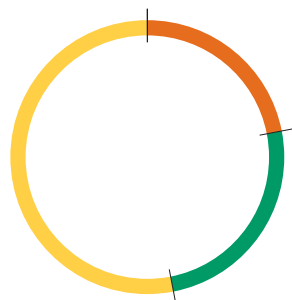
Variation en pour-cent  
de l'indice suisse des  
prix à la consommation  
par rapport à l'année  
précédente.



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, elle ne dépend plus guère des besoins liés au trafic des paiements interbancaires. Les pensions de titres sont conclues habituellement pour des durées allant d'un jour à plusieurs semaines. Les taux d'intérêt appliqués aux pensions de titres tiennent compte des exigences de la politique monétaire et de la durée des opérations. Des inégalités dans la répartition des liquidités au sein du secteur bancaire peuvent engendrer des fluctuations à court terme de ces taux d'intérêt.

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 concerne 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.

Taux des pensions de titres et Libor à trois mois



Titres pris en pension en pour-cent

Obligations en francs suisses de débiteurs suisses 22

Obligations en francs suisses de débiteurs étrangers 25

Obligations en euros 53

Total: 27,1 milliards de francs à fin 2003

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

|  | 2002             |           | 2003             |           |
|--|------------------|-----------|------------------|-----------|
|  | Encours          | Mouvement | Encours          | Mouvement |
|  | Moyenne annuelle |           | Moyenne annuelle |           |
| <b>Pensions de titres<br/>(création de liquidités)</b>   | 21,7             | 967,6     | 23,6             | 1 017,9   |
| Durées: moins de 1 semaine                               | 0,8              | 213,5     | 1,4              | 236,4     |
| 1 semaine  | 8,5              | 445,6     | 8,4              | 436,4     |
| 2 semaines   | 10,2             | 258,6     | 11,1             | 286,4     |
| 3 semaines   | 1,7              | 36,6      | 2,3              | 39,8      |
| autres   | 0,5              | 13,3      | 0,3              | 18,9      |
| <b>Pensions de titres<br/>(résorption de liquidités)</b> | 0,0              | 0,5       | 0,0              | 0,0       |
| Durée: moins de 1 semaine                                | 0,0              | 0,5       | 0,0              | 0,0       |

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.

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.

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. Elle a prévu d'introduire, au cours de 2004, la possibilité pour les banques de conclure des pensions de titres au taux lombard au lieu des avances sur nantissement traditionnelles. Les pensions de titres au taux lombard permettront aux banques d'utiliser plus efficacement leurs titres mobilisables.

Par des pensions de titres, la Banque nationale met pendant la journée, sans intérêt, des liquidités à la disposition des banques et de Postfinance pour faciliter le règlement des paiements dans le SIC (Swiss Interbank Clearing) et des opérations de change dans le système CLS (Continuous Linked Settlement). 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 supérieur de deux points à celui des avances sur nantissement.

Pensions de titres

Autres instruments de politique monétaire

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

Liquidités intrajournalières en vue de faciliter le trafic des paiements

## 2 Mise en œuvre de la politique monétaire

### Situation initiale

En décembre 2002, lors de son examen trimestriel de la situation, la Banque nationale tablait sur une croissance de l'économie suisse de 1% en 2003 et sur le fait qu'une reprise durable de la conjoncture n'interviendrait pas avant la seconde moitié de l'année. En partant également de l'hypothèse d'un Libor à trois mois inchangé à 0,75%, elle prévoyait, pour les trois prochaines années, des taux d'inflation compris entre 0,7% (moyenne de 2003) et 1,6% (moyenne de 2005). Aussi lui est-il apparu approprié de maintenir la marge de fluctuation du Libor à trois mois à 0,25%–1,25%, soit au niveau qu'elle avait depuis le 26 juillet 2002.

### Abaissement de la marge de fluctuation en mars

Au cours des premiers mois de 2003, il est devenu clair que la reprise de la conjoncture prendrait du retard. La guerre imminente en Irak renforçait cette tendance. Dans une telle situation, la Banque nationale a voulu contrer une revalorisation du franc et, partant, un durcissement des conditions monétaires. Le 6 mars, elle a par conséquent ramené à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Elle a également indiqué son intention de maintenir le Libor à trois mois jusqu'à nouvel avis dans la partie inférieure de la marge, soit autour de 0,25%. Pour une raison technique (des taux d'intérêt nominaux ne peuvent être inférieurs à 0%), elle a fixé temporairement une marge de fluctuation plus étroite, soit de 75 points de base, contre 100 points de base précédemment. Le 20 mars, lors de l'examen trimestriel de la situation, la Banque nationale a confirmé cette politique et publié une nouvelle prévision d'inflation (voir tableau ci-après).

### Assouplissement des conditions monétaires grâce à la dépréciation du franc

Après l'abaissement, en mars, de la marge de fluctuation du Libor à trois mois, le franc a sensiblement faibli sur les marchés des changes. Ainsi, les conditions monétaires se sont assouplies une fois encore, comme la Banque nationale le désirait. Néanmoins, les données économiques publiées dans la phase qui a suivi ont été un peu inférieures aux attentes. Après avoir ramené, en mars déjà, sa prévision de croissance pour 2003 à moins de 1%, la Banque nationale a tablé, au milieu de l'année, sur une stagnation et, un peu plus tard, sur un repli modéré du produit intérieur brut. Quant au renchérissement, il a une nouvelle fois diminué légèrement.

### Aucune autre modification de la marge de fluctuation jusqu'à la fin de l'année

Lors des examens trimestriels de la situation des 11 juin, 18 septembre et 11 décembre, la Banque nationale a maintenu inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Les prévisions d'inflation qu'elle a publiées à ces trois dates s'écartent peu les unes des autres (voir tableau ci-dessous).

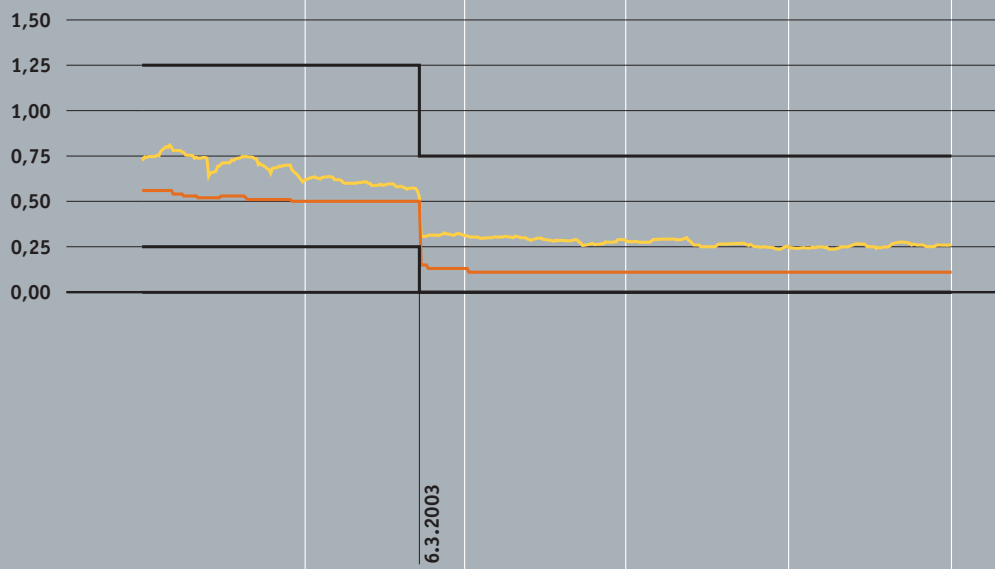
#### Prévisions d'inflation taux annuels moyens en %

| Mois           | Libor <sup>1</sup> | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|----------------|--------------------|------|------|------|------|
| Décembre 2002  | 0,75               | 0,7  | 0,9  | 1,6  | –    |
| Mars 2003      | 0,25               | 0,7  | 0,9  | 1,9  | –    |
| Juin 2003      | 0,25               | 0,6  | 0,4  | 1,2  | –    |
| Septembre 2003 | 0,25               | 0,5  | 0,2  | 1,0  | –    |
| Décembre 2003  | 0,25               | 0,6  | 0,4  | 1,0  | 2,3  |

1 Par hypothèse, le Libor à trois mois reste constant pendant les trois années sur lesquelles porte la prévision.

### Taux d'intérêt à court terme

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



**Les prévisions d'inflation  
laissent entrevoir une hausse  
des taux d'intérêt à moyen  
terme**

**Forte expansion des agrégats  
monétaires**

**Maintien de la politique  
monétaire expansionniste en  
dépit de la vive croissance  
des agrégats monétaires**

Sur l'ensemble de l'année, la Banque nationale s'est efforcée de soutenir la reprise de la conjoncture et de maintenir à un niveau bas l'attrait des placements en francs. Elle a estimé mener une politique monétaire expansionniste. Cette politique s'est traduite, dans les prévisions d'inflation, par des taux de renchérissement en hausse sensible vers la fin de la période de trois ans et dépassant la barre des 2% en 2006. Les prévisions d'inflation ont ainsi montré clairement que le bas niveau des taux d'intérêt ne pourra être maintenu à la longue.

Les agrégats monétaires se sont accrus fortement du fait de la politique monétaire expansionniste. Les risques pesant sur la stabilité des prix n'étaient cependant pas aussi élevés que ne le laissait supposer la vive expansion des agrégats monétaires. En effet, les crédits bancaires ont continué à progresser à un rythme modéré. De plus, l'augmentation des liquidités est due à l'incertitude des investisseurs qui ont marqué une préférence pour la liquidité après leurs mauvaises expériences boursières et compte tenu de la situation économique. La préférence pour la liquidité est particulièrement forte lorsque les rémunérations servies sur le marché monétaire sont proches de 0%. Dans un tel cas, le produit des intérêts ne couvre plus les commissions que les investisseurs doivent payer à la conclusion de certaines opérations sur le marché monétaire. Cela explique notamment la sensible diminution des placements fiduciaires en francs à l'étranger et, en corollaire, l'accroissement des dépôts à vue en Suisse. Ces flux de capitaux ont contribué à l'expansion des agrégats monétaires.

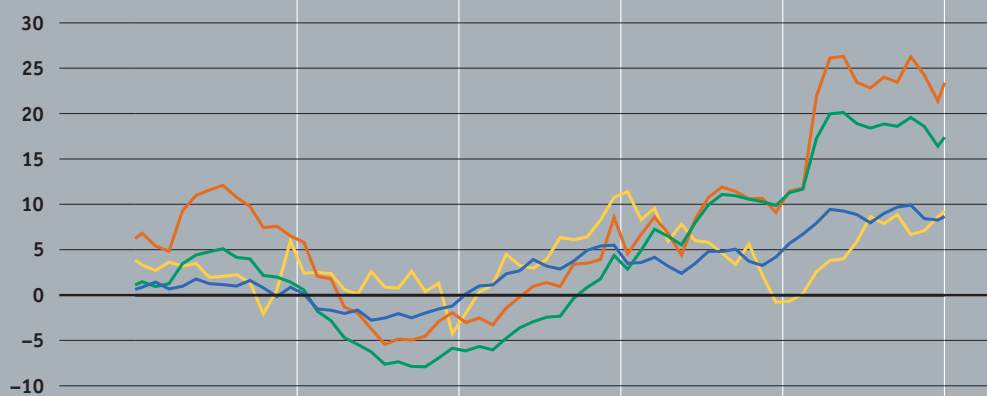
La politique monétaire, a estimé la Banque nationale, devra être durcie, mais une fois seulement que la reprise de la conjoncture sera assurée. Étant donné les capacités de production non utilisées, un redressement de la demande ne devrait pas pousser immédiatement les prix à la hausse, de sorte qu'il reste suffisamment de temps pour adapter la politique monétaire.

## Agréats 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

