



# 1 Stratégie

La Banque nationale mène une politique monétaire qui vise à permettre à l'économie d'utiliser pleinement son potentiel de production, sans menacer à moyen terme la stabilité du niveau des prix. 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, et l'économie enregistrerait des déficits de croissance, voire un recul du niveau des prix.

En visant la stabilité des prix, la Banque nationale tient compte également de la situation conjoncturelle. Sa politique 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. La Banque nationale se réserve 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.

La Banque nationale a besoin d'indicateurs qui lui permettent de déterminer si le cap donné à sa politique est approprié compte tenu de l'objectif de la stabilité des prix. Si un rapport particulièrement étroit et stable existe entre un indicateur et l'objectif de la stabilité des prix, cet indicateur peut servir d'objectif intermédiaire à la politique monétaire. La monnaie centrale, qui est formée des billets de banque en circulation et des avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale, a longtemps rempli cette condition. Aussi la Banque nationale a-t-elle assigné à la monnaie centrale un sentier de croissance à moyen terme. Ce sentier de croissance lui a servi de guide pour doser de manière adéquate l'offre de monnaie.

Au cours des années 1997 et 1998, la monnaie centrale a perdu ses caractéristiques d'indicateur fiable de la politique monétaire. Ses deux composantes, à savoir les billets en circulation et les avoirs en comptes de virements, ont subi de fortes fluctuations qui n'étaient pas prévisibles. Dans l'ensemble, la croissance de l'agrégat pendant ces deux années a dépassé sensiblement ce que la Banque nationale avait pronostiqué. La politique monétaire n'a toutefois pas été aussi expansionniste que le laisse supposer l'évolution de la monnaie centrale.

Etant donné cette incertitude, la Banque nationale a davantage recouru à un indicateur monétaire supplémentaire, soit à la masse monétaire  $M_3$ . Constituée du numéraire en circulation, des dépôts à vue, des comptes de transactions, des dépôts d'épargne et des dépôts à terme, la masse monétaire  $M_3$  est l'agrégat qui répond à la définition la plus large. A moyen ou long terme, un rapport étroit peut être observé entre l'évolution de  $M_3$  et le niveau des prix. En effet, une trop forte expansion de  $M_3$  est suivie, généralement après environ trois ans, d'une accélération du renchérissement.

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

**Prise en compte des fluctuations de la conjoncture**

**Indicateurs de la politique monétaire**

**Distorsion subie par la monnaie centrale**

**Recours accru à  $M_3$  en tant qu'indicateur à long terme**

**Indicateurs complémentaires  
à court terme**

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 menacent d'engendrer un processus inflationniste ou déflationniste durable, la Banque nationale doit réagir. C'est pourquoi, dans la fixation du cap de sa politique monétaire, elle tient 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**

La Banque nationale gère l'offre de monnaie en passant des opérations financières avec les banques commerciales. Elle influe ainsi sur l'approvisionnement des banques en liquidités et sur les rémunérations servies sur le marché monétaire. Les liquidités des banques sont constituées en majeure partie des avoirs que celles-ci détiennent en comptes de virements à la Banque nationale. En agissant sur le volume de ces avoirs, la Banque nationale amène les opérateurs sur le marché à déclencher les mouvements des taux d'intérêt qui sont compatibles avec l'orientation de sa politique monétaire. Les variations des taux d'intérêt influent avec le temps sur l'évolution des billets en circulation et des agrégats monétaires.

**Mise en œuvre de la politique  
monétaire**

Pour contrôler l'offre d'avoirs en comptes de virements, la Banque nationale recourt à ses instruments de 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 scripturaux. 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. Aussi la Banque nationale agit-elle régulièrement sur le marché de l'argent au jour le jour pour assurer un approvisionnement approprié en liquidités.

**Prédominance de la politique  
d'open market**

La Banque nationale passe des opérations avec les banques, aux conditions du marché, pour influencer sur le volume des avoirs en comptes de virements. Afin de conserver sa marge de manœuvre, elle ne met en règle générale que temporairement des liquidités à la disposition des banques en concluant des opérations d'open market sur la base de pensions de titres et de swaps (achats d'actifs avec ventes simultanées à terme).

**Pensions de titres: nouvel  
instrument d'open market**

L'introduction des pensions de titres a permis d'ajouter un outil offrant une grande souplesse à l'éventail des instruments de politique monétaire. Dans une pension de titres («repurchase agreement» ou «repo»), l'emprunteur vend au prêteur des titres 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 titres de la même catégorie. Bien que la propriété des titres soit transférée au prêteur, il s'agit sous l'angle économique d'un prêt assorti d'une garantie. Le risque de contrepartie et le risque de marché sont réduits grâce aux titres servant de garantie et, en cas de fluctuations des cours, aux appels quotidiens de marge. Les pensions de titres ont peu à peu détrôné les swaps devises contre francs en tant que principal instrument de politique monétaire. En outre, les swaps portant sur des créances comptables à court terme sur la Confédération ont été entièrement remplacés, en peu de temps, par des pensions de titres. Les durées des pensions de titres sont comprises entre un jour et quelques mois. La Banque nationale fixe le taux des pensions de titres en fonction de la durée des opérations et des conditions régnant sur le marché (voir page 28).

En plus des pensions de titres, la Banque nationale recourt également aux swaps devises contre francs pour la gestion du marché monétaire. Jusqu'au milieu de 1998, elle ne concluait que des swaps dollars contre francs. Depuis, elle passe aussi des swaps marks allemands contre francs. Ces opérations ont des durées allant d'un mois à un an.

Pour la gestion à très court terme des liquidités, la Banque nationale utilise en outre la possibilité de placer dans des banques des fonds que la Confédération a déposés à terme fixe chez elle. Ainsi, elle peut compenser des mouvements de liquidités entre les banques et la Confédération.

Swaps devises contre francs

Placement de fonds  
déposés à terme fixe par la  
Confédération

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

	1997		1998	
	Encours moyenne annuelle	Mouvement	Encours moyenne annuelle <sup>3</sup>	Mouvement <sup>3</sup>
<b>Pensions de titres<sup>1</sup></b>	–	–	9,7	313,8
<b>Swaps devises contre francs durées:</b>				
jusqu'à 1 mois	0,5	2,1	0,1	1,3
plus de 1 mois à 3 mois	6,0	15,1	3,4	10,3
plus de 3 mois à 12 mois	1,1	14,7	2,6	16,3
<b>Total</b>	<b>7,6</b>	<b>31,9</b>	<b>6,1</b>	<b>27,9</b>
<b>Créances comptables à court terme<sup>2</sup></b>				
Swaps	0,9	78,9	0,4	43,7
Achats et ventes	0,6	2,8	0,1	0,4
<b>Total</b>	<b>1,5</b>	<b>82,6</b>	<b>0,5</b>	<b>44,1</b>
<b>Fonds de la Confédération</b>				
Dépôts à la BNS	4,8	77,8	12,1	128,4
Placements par la BNS	4,3	79,3	5,1	74,9

1 Depuis le 20 avril 1998

2 Jusqu'au 30 avril 1998

3 Pensions de titres: du 20 avril 1998 au 31 décembre 1998  
Créances comptables à court terme: du 1er janvier 1998 au 30 avril 1998

Swaps devises contre francs et placements de fonds de la Confédération: ensemble de l'année

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 s'adresser à l'institut d'émission pour obtenir une avance sur nantissement. 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, la Banque nationale fixe quotidiennement le taux lombard deux points au-dessus du taux de l'argent au jour le jour.

Avances sur nantissement:  
souple de sécurité

## 2 Mise en œuvre de la politique monétaire

### Annnonce d'une politique monétaire inchangée

A fin 1997, la Banque nationale avait annoncé son intention de poursuivre sa politique monétaire ample. Elle s'attendait à ce que les taux d'intérêt à court terme fluctuent à un niveau inférieur à 2%. Il fallait adapter l'offre de monnaie à l'augmentation de la demande, la Banque nationale tablait alors sur une croissance économique réelle de 2% et sur un taux de renchérissement de 1%.

### Prise en compte de la conjoncture et des cours de change

En dépit d'une détérioration de la situation économique internationale, la conjoncture en 1998 a correspondu pour l'essentiel à ce qu'attendait la Banque nationale. De plus, le renchérissement n'a été que légèrement surestimé. Au cours de l'année toutefois, le climat s'est dégradé, en particulier dans l'industrie d'exportation, et les prévisions de croissance à moyen terme ont été révisées à la baisse pour la Suisse comme pour l'étranger. Quand le franc a subi des pressions à la hausse sur les marchés des changes, en février et, surtout, durant les mois de septembre et d'octobre, la Banque nationale a réagi avec souplesse et approvisionné généreusement le marché monétaire.

### Fortes fluctuations des avoirs en comptes de virements

Les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à l'institut d'émission ont augmenté nettement d'une année à l'autre. En outre, ils ont enregistré de sensibles fluctuations au cours de l'année. Il faut y voir le reflet de l'action de la Banque nationale – expansion par moments forte des liquidités – pour contrecarrer une revalorisation excessive du franc. La fusion de la Société de Banque Suisse et de l'Union de Banques Suisses, qui a donné naissance à l'UBS SA, et la création du marché des pensions de titres en Suisse ont elles aussi influé sur le comportement des banques en matière de liquidités. De plus, les turbulences qui ont secoué les marchés financiers ont entraîné des répercussions sur la demande d'avoirs en comptes de virements, plusieurs banques ayant accru temporairement, dans de fortes proportions, leurs disponibilités à la Banque nationale.

### Accroissement de la monnaie centrale

A la suite de la nette expansion des avoirs en comptes de virements, la monnaie centrale désaisonnalisée a augmenté plus fortement que prévu. Au quatrième trimestre, elle dépassait de 5,2% son niveau de la période correspondante de 1997 et de 7,9% son sentier de croissance à moyen terme. Etant donné les déplacements que la demande de billets de banque a subis les années précédentes et les transferts de disponibilités opérés par plusieurs banques des comptes postaux vers les comptes de virements, la Banque nationale continue à penser que sa politique monétaire n'a pas eu le caractère expansionniste que laisse supposer l'écart entre la monnaie centrale et son sentier de croissance à moyen terme.

### Faible progression de $M_3$

La masse monétaire  $M_3$  – la Banque nationale a utilisé davantage cet agrégat comme indicateur à partir de 1996 – n'a progressé que légèrement en 1998. Cette évolution reflète la faiblesse persistante de la croissance des crédits bancaires. L'agrégat  $M_3$  a augmenté de 0,9% entre le quatrième trimestre de 1997 et la période correspondante de 1998.

### Politique monétaire probablement inchangée en 1999

Pour 1999, la Banque nationale s'attend à une croissance économique réelle de 1,5%. Les capacités de production au sein de l'économie devraient ainsi rester modérément sollicitées, d'où aucune accentuation des pressions à la hausse sur les prix. La Banque nationale table sur un renchérissement annuel

### Monnaie centrale désaisonnalisée

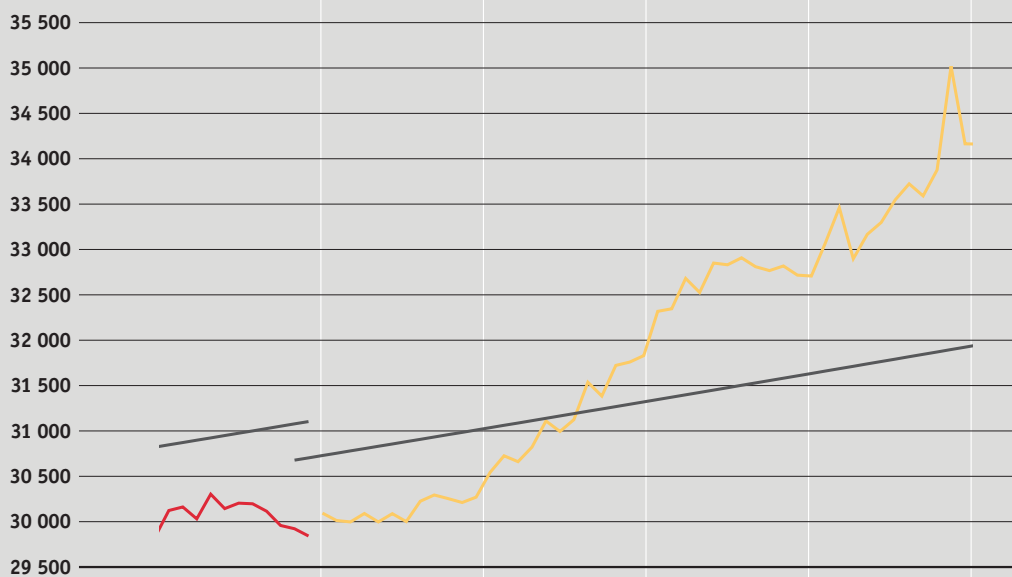
Monnaie centrale, jusqu'à fin 1994

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.



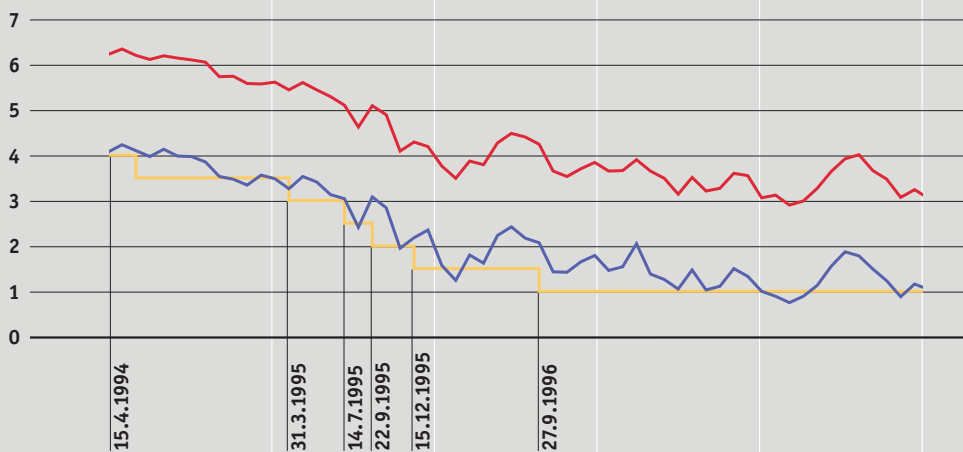
### Taux de l'escompte et des avances sur nantissement

Taux de l'escompte

Taux lombard

Taux de l'argent au jour le jour

En pour-cent



moyen de 1% en chiffre rond, et la moitié environ de celui-ci résultera du relèvement, au 1<sup>er</sup> janvier 1999, de la TVA. Dans ces circonstances, une hausse des taux d'intérêt ne s'impose pas pour le moment. Les taux d'intérêt demeurant stables, la masse monétaire  $M_3$  augmentera sans doute plus vigoureusement qu'en 1998. Sa progression se maintiendra toutefois à un rythme compatible à moyen terme avec la stabilité des prix.

Pour l'économie suisse, l'introduction de l'euro est un événement qui revêt une portée considérable. La nouvelle monnaie a reçu un bon accueil sur les marchés. Au premier trimestre de 1999, la relation de change entre l'euro et le franc a fluctué à l'intérieur d'une marge étroite. Si cela devait changer à l'avenir, la Banque nationale serait prête à réagir en se servant de ses moyens de politique monétaire.

**Introduction de l'euro**

**Projet de réforme soumis à une procédure de consultation sous forme de conférences**

**Message concernant le nouvel article constitutionnel sur la monnaie**

### 3 Réforme des dispositions constitutionnelles sur la monnaie

Un groupe d'experts, formé de représentants de la Confédération, de la Banque nationale et de milieux scientifiques, avait élaboré un projet pour la réforme des dispositions qui, dans la constitution, régissent la monnaie et la banque d'émission (voir 90<sup>e</sup> rapport de gestion, pages 36s). En janvier 1998, le Conseil fédéral a soumis le projet de nouvel article constitutionnel à une procédure de consultation sous forme de conférences avec les cantons, les groupements politiques ainsi que les organisations patronales et syndicales. Lors de ces discussions, le projet de réforme a reçu une approbation sur le fond, mais des divergences d'opinions sont toutefois apparues au sujet de la formulation du mandat assigné à la Banque nationale et de l'affectation à prévoir pour la part des réserves monétaires qui ne sera plus nécessaire à la conduite de la politique monétaire. Plusieurs intervenants ont demandé que l'indépendance de la Banque nationale soit assortie d'une obligation de rendre compte.

Le 27 mai 1998, le Conseil fédéral a approuvé, à l'intention du Parlement, un message concernant un nouvel article constitutionnel sur la monnaie. Le nouvel article sur la monnaie, dans la teneur ainsi proposée, ne prévoit plus le rattachement juridique du franc à l'or. Il remplace les articles sur la banque d'émission et sur la monnaie par un régime monétaire moderne, qui correspond pour l'essentiel au droit communautaire européen. La Banque nationale se voit confier un mandat clairement défini. Elle doit en effet mener une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays, tout en accordant la primauté à la stabilité des prix. Elle doit remplir sa mission de manière indépendante. L'inscription dans la constitution de l'indépendance de la Banque nationale est assortie de l'obligation de rendre compte de la politique monétaire à la Confédération et au public. Enfin, selon l'article constitutionnel proposé, la Banque nationale doit détenir les réserves monétaires – en partie sous forme d'or – dont elle a besoin pour remplir sa mission. Comme elle aura, après la suppression du rattachement du franc à l'or, des réserves monétaires atteignant un volume supérieur à ce qui sera nécessaire à sa mission, la moitié environ de son

Monnaie centrale

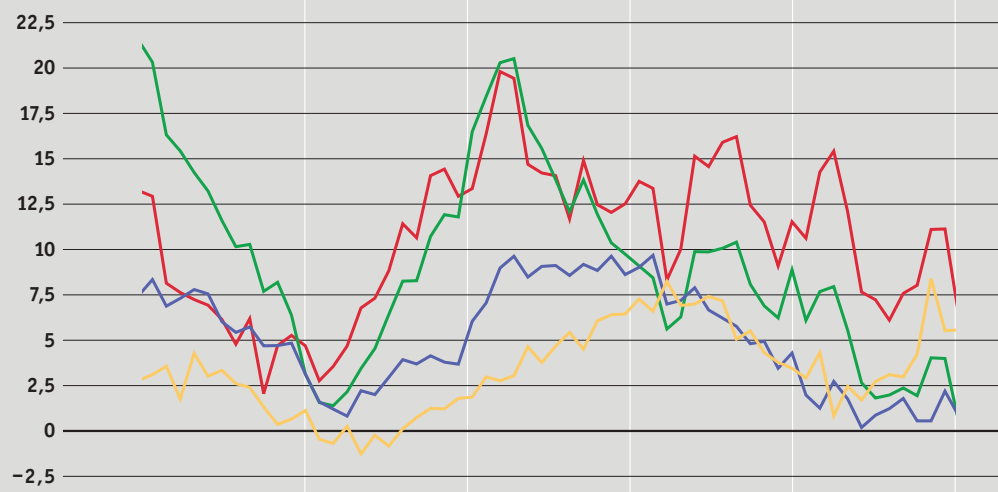
M<sub>1</sub>

M<sub>2</sub>

M<sub>3</sub>

Variation en pour-cent par rapport à l'année précédente

### Agrégats monétaires

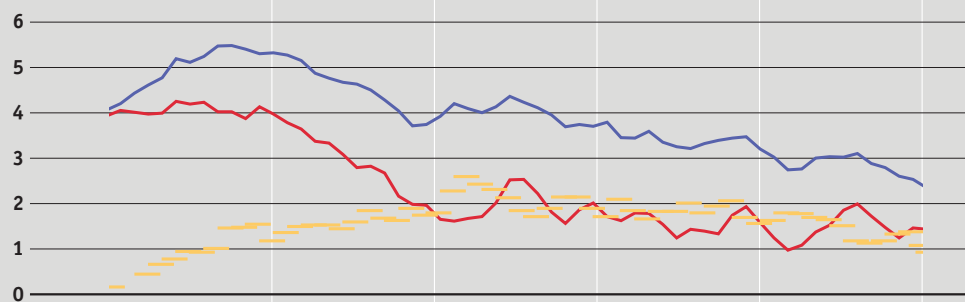


Dépôts à trois mois, en pour-cent (marché des euro-francs)

Rendement d'obligations fédérales, en pour-cent

Ecart en points

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





encaisse-or de 2590 tonnes pourra être affectée à d'autres buts publics. Le Conseil fédéral a l'intention d'attribuer une partie des réserves excédentaires au financement de la Fondation Suisse solidaire.

#### Examen en commission

En été et au début de l'automne, la Commission de l'économie et des redevances du Conseil national a examiné en détail le projet de révision de la constitution. Elle a repris sans les modifier les propositions du Conseil fédéral concernant les dispositions sur la souveraineté de la Confédération en matière monétaire, le monopole d'émission du numéraire (billets de banque et pièces de monnaie) et la mission de la banque centrale. En outre, elle a adopté une formulation plus précise en ce qui concerne l'obligation de la Banque nationale de rendre compte et s'est prononcée pour les dispositions selon lesquelles l'institut d'émission doit détenir les réserves monétaires nécessaires à l'accomplissement de son mandat et attribuer son bénéfice net à raison de deux tiers aux cantons et d'un tiers à la Confédération. De plus, la Commission a estimé que, pour sortir du bilan de la Banque nationale une part des réserves monétaires qui ne sont pas indispensables, il faut créer une base constitutionnelle spéciale, dérogeant à la clé prévue dans la constitution pour la répartition du bénéfice. Aussi a-t-elle ajouté à cet effet un alinéa à l'article constitutionnel proposé par le Conseil fédéral.

#### Délibération au Conseil national

Le nouvel article constitutionnel sur la monnaie a été soumis d'abord au Conseil national. A la session de décembre 1998, celui-ci l'a approuvé dans la version proposée par la Commission de l'économie et des redevances.

#### Relation avec la mise à jour de la constitution

A la session de décembre également, le Conseil national et le Conseil des Etats ont éliminé les dernières divergences au sujet du projet de mise à jour de la constitution (révision totale). Dans le projet de révision totale, le texte de la constitution contient un article sur la monnaie (art. 99) qui, lui aussi, supprime le rattachement du franc à l'or et inscrit dans le droit constitutionnel l'indépendance de la Banque nationale (voir 89<sup>e</sup> rapport de gestion, page 36). Cet article se distingue sur plusieurs points de celui qui est prévu dans le projet de réforme des seuls articles 38 (sur la monnaie) et 39 (sur la banque d'émission) de la constitution. En effet, il reprend la formulation actuelle de la mission de la Banque nationale (il ne précise donc pas que la stabilité des prix doit être l'objectif prioritaire de la politique monétaire et ne fait pas obligation à la Banque nationale de rendre compte). En outre, il ne contient aucune réserve permettant de déroger à la règle actuelle pour la répartition du bénéfice. Pour la Banque nationale, la constitution mise à jour n'offre donc pas une base suffisante pour sortir du bilan des réserves monétaires non nécessaires et les affecter à d'autres buts publics (voir page 56).

## 4 Projet d'une loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement

Le groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» avait été constitué par le chef du Département fédéral des finances, en avril 1997, pour élaborer un projet d'article constitutionnel sur la monnaie, mais aussi pour examiner toutes les questions qui se poseront, au niveau des lois et ordonnances, après l'adoption du nouveau régime monétaire (voir 90<sup>e</sup> rapport de gestion, page 36). En 1998, il a établi un projet de loi pour remplacer les dispositions qui rattachent encore le franc à l'or. Selon la proposition du groupe d'experts, le relais sera assuré par une nouvelle loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement (LUMMP).

Le projet de loi définit l'unité monétaire de la Suisse et les moyens de paiement ayant cours légal. Il remplace intégralement la loi actuelle sur la monnaie et reprend les dispositions qui, dans la loi sur la Banque nationale, régissent le domaine des billets de banque. Cette approche permettra d'alléger le contenu de la loi sur la Banque nationale, loi qui ne réglera ainsi plus que les tâches hors du numéraire, les instruments de politique monétaire et l'organisation. La création d'une nouvelle loi s'impose d'autant que, au niveau de la constitution, les questions afférentes à la monnaie ne seront plus traitées dans deux articles distincts, l'un sur la monnaie – les pièces – et l'autre sur la banque d'émission. Dans la législation fédérale, la séparation traditionnelle entre la loi sur la monnaie – concrétisant l'article 38 de la constitution – et la loi sur la Banque nationale – concrétisant l'article 39 de la constitution – est aujourd'hui obsolète. En effet, il paraît judicieux de rassembler dans une seule loi fédérale toutes les caractéristiques, importantes pour le public, de l'unité monétaire et de la monnaie émise par l'Etat. A fin octobre 1998, le Conseil fédéral a ouvert une procédure de consultation sur ce projet.

Le projet de loi comprend six sections. Il inclut les avoirs à vue à la Banque nationale, avoirs qui sont libellés en francs, dans les moyens de paiement ayant cours légal. Ceux-ci comprennent donc les billets de banque, les pièces de monnaie et les avoirs en comptes de virements à la Banque nationale. Ils permettent d'acquitter des dettes ayant pour objet des sommes d'argent, avec effet libératoire. Les billets de banque doivent être acceptés en paiement par tout un chacun et sans limitation du montant. L'obligation d'accepter les avoirs à vue à la Banque nationale est limitée aux titulaires de comptes de virements à l'institut d'émission. En ce qui concerne les pièces courantes qui sont émises par la Confédération, chacun est tenu de les accepter jusqu'à concurrence de cent unités. Enfin, seules la Banque nationale et les caisses publiques de la Confédération seront à l'avenir tenues d'accepter, à leur valeur nominale, les monnaies commémoratives et de thésaurisation. Le projet de loi contient également des normes pénales destinées à protéger le monopole d'émission des espèces métalliques et des billets de banque.

**Première étape de la concrétisation du nouvel article constitutionnel sur la monnaie**

**Ouverture d'une procédure de consultation sur le projet de loi**

**Avoirs en comptes de virements, nouveaux moyens de paiement ayant cours légal**