



# 1 Stratégie

La politique monétaire de la Banque nationale doit permettre à l'économie d'utiliser pleinement son potentiel de production, sans que la stabilité du niveau des prix soit menacée à moyen terme. La stabilité des prix est une condition importante à remplir pour assurer le bon fonctionnement de l'économie. Un niveau trop bas des taux d'intérêt engendre une offre excessive de monnaie et, partant, une demande trop forte de biens et de services. Dans son ensemble, l'appareil de production est alors trop sollicité, ce qui peut entraîner des hausses de prix. Inversement, un niveau trop élevé des taux d'intérêt freine la production, et l'économie enregistre des déficits de croissance, mais aussi peut-être un recul du niveau des prix.

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. Entre 1980 et 1999, elle a utilisé la monnaie centrale désaisonnalisée comme agrégat-cible et indicateur de sa politique monétaire. En 1999, l'institut d'émission a soumis sa stratégie de politique monétaire à un examen approfondi, étant donné que la monnaie centrale avait perdu de sa fiabilité. L'adaptation de sa stratégie, début 2000, a entraîné trois innovations. Depuis, la Banque nationale définit explicitement ce qu'elle entend par stabilité du niveau des prix, afin de renforcer la transparence de sa politique monétaire sous cet angle. 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 à trois mois («London interbank offered rate»). L'institut d'émission renonce également, depuis début 2000, à publier un objectif de croissance en termes d'un agrégat monétaire. Comme elles fournissent de précieuses informations sur l'évolution à moyen terme du renchérissement, les masses monétaires, en particulier  $M_3$ , continuent à jouer un rôle important en tant qu'indicateurs de la 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 du niveau des prix. Ainsi, elle tient compte notamment 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.

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 ou des cours de change. Elle ne réagit qu'aux mouvements qui risquent de déboucher sur une évolution inflationniste ou déflationniste durable. Chercher à éliminer les mouvements à court terme du niveau des prix pourrait amplifier les fluctuations de la conjoncture, ce qui nuirait sensiblement à l'économie.

Au milieu et à la fin de chaque année, la Banque nationale publie une prévision d'inflation pour les trois prochaines années. La période de trois ans tient compte du laps de temps qui est nécessaire à la transmission des impulsions venant de la politique monétaire. Des prévisions pour un tel horizon sont cepen-

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

**Adaptation de la stratégie de politique monétaire au début de 2000**

**Définition de la stabilité du niveau des prix**

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

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

dant 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 risques d'inflation. 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.

#### 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, en particulier la masse monétaire  $M_3$ , restent par conséquent d'utiles indicateurs. A court terme en revanche, 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, telle que la Banque nationale la définit, une adaptation de la politique monétaire s'impose. La Banque nationale resserre tendanciellement les rênes monétaires quand le renchérissement menace de passer au-dessus de 2% et les relâche quand il y a risque de déflation.

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

Pour la mise en œuvre de sa politique monétaire, la Banque nationale se réfère au niveau des taux d'intérêt sur le 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.

#### Technique de gestion

La Banque nationale influe sur le Libor 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 (absorption 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 afférents au trafic des paiements interbancaires – en particulier ceux des principaux établissements – n'influent plus guère 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 sont liées à des questions telles que la répartition des liquidités au sein du système et n'ont généralement rien à voir avec le cap donné à la politique monétaire.

### Prévision d'inflation

Inflation

Prévision

Renchérissment

annuel moyen

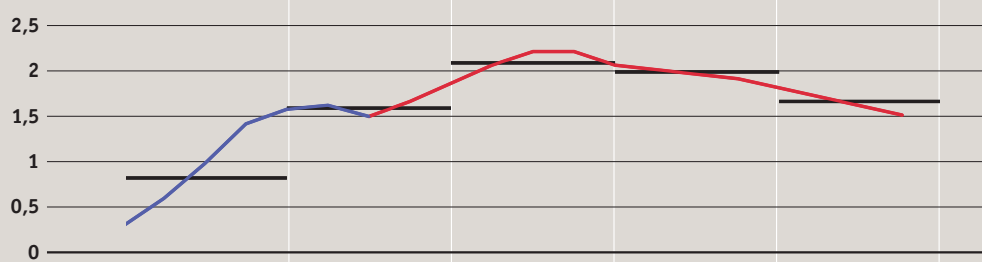
2000: 1,6%

2001: 2,1%

2002: 2,0%

2003: 1,7%

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

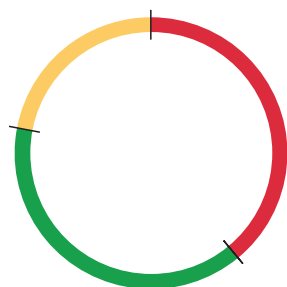


## Taux des pensions de titres et Libor

## Instruments de politique monétaire

Les taux des pensions de titres et le Libor ne sont pas directement comparables. Pour deux raisons, le Libor est tendanciellement plus élevé. En effet, il porte sur trois mois, alors que les pensions de titres ont des durées généralement plus courtes, et s'applique à des crédits en blanc entre banques. Il inclut par conséquent une prime pour le risque de crédit. En revanche, les taux des pensions de titres ne renferment pas une telle prime, puisque ces crédits sont garantis par des titres.

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 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. La Banque nationale peut recourir également aux swaps devises contre francs pour la gestion du marché monétaire. 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 gestion du marché monétaire, ces deux derniers instruments jouent un rôle secondaire et ne sont utilisés qu'exceptionnellement.



### Titres pris en pension en pour-cent

Obligations en francs suisses de débiteurs suisses 39

Obligations en francs suisses de débiteurs étrangers 39

Obligations en euros 22

Total: 24,3 milliards de francs à fin 2000

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

	1999		2000	
	Encours Moyenne annuelle	Mouvement	Encours Moyenne annuelle	Mouvement
<b>Pensions de titres (création de liquidités)</b>	16,9	722,9	18,9	768,7
à moins de 1 semaine			0,9	227,0
à 1 semaine			4,1	211,2
à 2 semaines			10,0	259,4
à 3 semaines			3,6	62,2
autres			0,4	8,9
<b>Fonds de la Confédération et de la Poste<sup>1</sup></b>				
Dépôts à la BNS	17,8	244,5	11,4	112,8
Placements par la BNS	1,0	15,8	0,0	0,0

1 Depuis novembre 2000, sans les dépôts de la Poste (voir page 59)

Depuis octobre 1999, la Banque nationale met des liquidités intrajournalières, sans intérêt, à la disposition des banques commerciales. De telles liquidités sont offertes sous forme de pensions de titres. Elles servent à faciliter le déroulement du trafic des paiements. Les liquidités mises à disposition pendant la journée ne perturbent pas la conduite de la politique monétaire, étant donné qu'elles ne peuvent être utilisées pour satisfaire aux exigences légales en matière de liquidités. Le respect de ces exigences est contrôlé sur la base des données observées en fin de journée, donc 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 oeuvre de la politique monétaire

### Situation initiale

A fin 1999, la Banque nationale a pour la première fois publié une prévision d'inflation à moyen terme et assigné une marge de fluctuation au Libor à trois mois. Elle a fixé celle-ci à 1,25%–2,25%. Une telle marge signifiait un resserrement des rênes monétaires, resserrement par lequel la Banque nationale voulait maintenir l'inflation au-dessous de 2%. Selon la prévision d'inflation de fin 1999, le renchérissement annuel moyen devait passer de 1,5% en 2000 à 1,8% en 2002. Son accélération devait découler de l'essor attendu de la conjoncture et de la tendance à la hausse des prix qui, l'expérience le montre, résulte généralement d'une telle évolution.

### Durcissement de la politique monétaire au premier semestre

La Banque nationale tablait sur une croissance économique de 1,8% en 2000. Peu après le tournant de l'année déjà, il est apparu que l'essor de la conjoncture en Suisse allait être nettement plus vigoureux, grâce à la croissance plus forte sur le plan international. Simultanément, la tendance persistante à la faiblesse du franc engendrait un assouplissement indésirable des conditions-cadres, sur le plan monétaire, en Suisse. Afin de prévenir le danger d'inflation découlant d'une telle situation, la Banque nationale a rapidement durci sa politique monétaire. Jusqu'au milieu de l'année, elle a relevé la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 1,75 point au total pour la porter à 3%–4%.

### Deux relèvements de la marge de fluctuation au premier trimestre

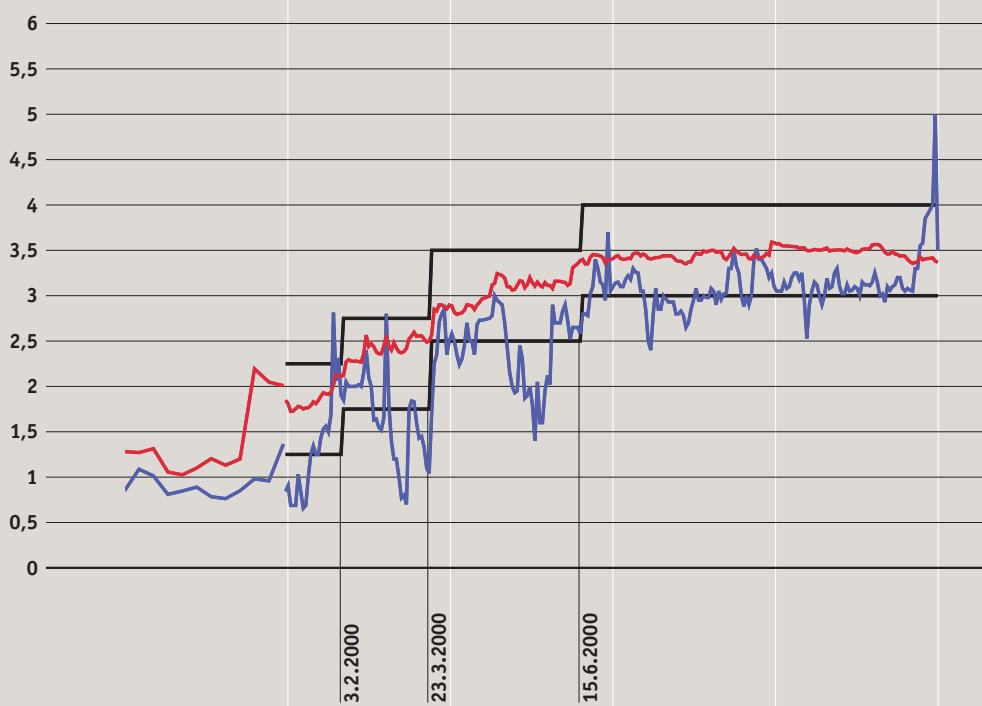
Après avoir annoncé, dans la seconde moitié de janvier déjà, son intention d'amener le Libor dans la zone supérieure de la marge de fluctuation de 1,25%–2,25%, la Banque nationale a relevé cette marge d'un demi-point, le 3 février. Lors de son examen trimestriel de la situation du 23 mars, elle a porté la marge de fluctuation du Libor à 2,5%–3,5%, d'où une nouvelle hausse de 0,75 point. Les données publiées après le relèvement de début février indiquaient que l'économie suisse avait très fortement gagné en vigueur au second semestre de 1999. Sur le marché du travail, des signes de pénurie de main-d'œuvre se faisaient de plus en plus sentir. En outre, des risques de renchérissement découlaient de la faiblesse qui caractérisait encore le franc, avant tout face au dollar.

### Nouvelle hausse à la mi-juin

La Banque nationale, qui avait déjà laissé le Libor à trois mois s'établir dans la zone supérieure de la marge de fluctuation au début de juin, a relevé encore cette marge d'un demi-point, le 15 juin. La marge de fluctuation du Libor a ainsi passé à 3%–4%. Le réexamen de la prévision d'inflation faite à fin 1999 avait amené à conclure que les resserrements apportés jusqu'ici à la politique monétaire ne seraient pas suffisants pour assurer la stabilité des prix à moyen terme. La Banque nationale avait alors souligné qu'une accélération temporaire du renchérissement à plus de 2% en 2001 ne pourrait être évitée, en dépit de la nouvelle hausse du Libor.

— Libor à trois mois  
— Taux de l'argent au jour le jour  
 Marge de fluctuation  
 Moyennes mensuelles (1999)  
 et valeurs journalières (2000).

### Taux d'intérêt à court terme





**Marge de fluctuation  
inchangée au second semestre**

En septembre, lors de l'examen trimestriel de la situation, la Banque nationale a maintenu inchangée sa marge de fluctuation du Libor. Sa politique monétaire, a-t-elle alors constaté, est suffisamment restrictive pour éviter une surchauffe de la conjoncture et assurer la stabilité des prix à moyen terme. D'importants indicateurs laissaient présager une poursuite de l'essor de la conjoncture sur une large assise, mais sans la fougue observée au début de l'année. De plus, le franc avait continué à se raffermir face à l'euro, ce qui équivalait à un léger resserrement de la politique monétaire.

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

Sous l'angle de l'évolution des agrégats monétaire en 2000, aucune menace n'a plané à moyen ou long terme sur la stabilité des prix. L'agrégat M<sub>3</sub>, qui est formé du numéraire en circulation, des dépôts à vue, des comptes de transactions, des dépôts d'épargne et des dépôts à terme et qui répond ainsi à la définition la plus large, s'est légèrement replié au cours de l'année. Au quatrième trimestre, il était inférieur de 1,2% à son niveau de la période correspondante de 1999.

**Faible progression de la  
monnaie centrale**

La monnaie centrale désaisonnalisée a augmenté de 1,1% en 2000, contre 2,4% l'année précédente. Le numéraire en circulation, qui constitue environ 90% de la monnaie centrale, s'est accru de 2,4%. Quant aux avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale, ils ont fléchi de 12%. La diminution de la demande d'avoirs en comptes de virements est due essentiellement à l'introduction des liquidités intrajournalières. D'une année à l'autre, les fluctuations des avoirs en comptes de virements se sont amplifiées à la suite surtout du passage de la gestion de ces avoirs à la gestion d'un taux d'intérêt.

**Prévision d'inflation pour les  
années 2001 à 2003**

Lors de sa conférence de presse du 8 décembre 2000, la Banque nationale a publié sa prévision d'inflation pour les années 2001 à 2003. Les risques inflationnistes à moyen terme, a-t-elle estimé, n'ont guère varié depuis juin 2000. Elle a par conséquent maintenu à 3%-4% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Selon la prévision faite en décembre, le renchérissement devrait marquer une accélération temporaire et passer à plus de 2% au milieu de 2001, puis retrouver un niveau inférieur à 2% au cours de 2002 et s'établir à 1,7% en moyenne de 2003. L'écart passager qui sera ainsi observé par rapport à la stabilité des prix s'explique avant tout par la hausse massive des prix des produits pétroliers, mais aussi par l'accélération de la conjoncture en 2000. En établissant sa prévision d'inflation, l'institut d'émission a tenu compte de la perspective d'un ralentissement de la croissance économique, laquelle devrait être de 2,2% en 2001 et de 1,6% en 2002. L'évolution de la conjoncture à l'étranger, en particulier aux Etats-Unis et en Europe, jouera à cet égard un rôle clé. Dans ses projections, la Banque nationale a tablé sur un affaiblissement des impulsions aux Etats-Unis et sur un tassement de l'essor de la conjoncture en Europe. En outre, elle a estimé que le cours réel du franc, pondéré par les exportations, augmentera légèrement en 2001 et que les prix des produits pétroliers devraient de nouveau baisser au cours des deux à trois prochaines années.

Les expériences faites avec la stratégie adaptée de politique monétaire sont positives. L'obligation d'établir régulièrement une prévision d'inflation a stimulé les échanges de vues sur la politique monétaire et incité à analyser tous les facteurs qui sont déterminants pour l'évolution future des prix. Diverses méthodes ont servi à l'établissement des prévisions d'inflation et de croissance réelle. Les résultats ont donné lieu à des discussions internes et débouché finalement sur des prévisions consensuelles. La transparence accrue dont la politique monétaire bénéficie depuis la publication d'une prévision d'inflation a été bien accueillie par les marchés financiers. Les observateurs ont salué en particulier la prise en compte, dans le processus de décision, de tous les principaux indicateurs. La Banque nationale s'efforce autant que possible de rendre publiques les analyses servant de fondement à sa prévision d'inflation. Aussi a-t-elle prévu de publier des études qui apporteront des précisions sur ses activités dans ce domaine.

**Expériences positives avec la stratégie adaptée de politique monétaire ...**

Sur le plan opérationnel, le choix du Libor à trois mois en tant que variable-cible s'est avéré judicieux. Après une brève phase d'adaptation, la marge de fluctuation et le Libor, en tant que taux de référence, sont devenus des notions bien ancrées dans les discussions portant sur la politique monétaire. Dans l'ensemble, la Banque nationale a pu assez bien, par des pensions de titres à court terme, amener et maintenir le Libor au niveau qu'elle visait. Elle y est parvenue au premier semestre également, soit dans une période où la marge de fluctuation a été relevée à de brefs intervalles. La plate-forme électronique de négoce et de suivi qui est à disposition pour les pensions de titres – elle offre une très grande souplesse sur le plan opérationnel – a contribué dans une mesure substantielle au bilan positif qu'on peut tirer de la gestion d'un taux d'intérêt.

**... et sur le plan opérationnel**