

Conférence de presse de fin d'année, Zurich, le 8 décembre 2000

Remarques introductives de Bruno Gehrig,
Membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Taux d'intérêt et cours de change

Tant les taux d'intérêt que les cours de change ont suivi des évolutions divergentes en l'an 2000. Sur le front des taux d'intérêt, les rémunérations à court terme ont augmenté, alors que les taux longs sont restés stables ou ont même diminué. Au premier semestre, les banques centrales - y compris la Banque nationale - ont dû relever nettement leurs taux d'intérêt déterminants, étant donné le dynamisme de la croissance. Ces mesures, heureusement, ont eu des effets plutôt modérateurs sur les taux d'intérêt à long terme; l'amélioration très sensible des perspectives en matière de finances publiques y a d'ailleurs elle aussi contribué. Les niveaux actuels des taux d'intérêt sont historiquement très bas, compte tenu de la vive croissance économique en Suisse et dans d'autres pays. Nous avons donc de bonnes chances de conserver une évolution favorable de la conjoncture et de faibles risques inflationnistes.

Cette année, le franc a été marqué par une dépréciation, par moments sensible, face au dollar des Etats-Unis et une revalorisation vis-à-vis de l'euro. A la suite de ces évolutions antagoniques, l'indice du cours du franc, pondéré par les exportations, est resté assez stable. En d'autres termes, les effets positifs et négatifs qui, pour l'économie, ont découlé de l'évolution des cours de change se sont approximativement compensés. Evidemment, de tels mouvements des cours de change peuvent avoir de sensibles répercussions sur certaines entreprises ou certaines branches, selon la ventilation par monnaies de leurs produits et de leurs charges. Le cours élevé du dollar stimule nos exportations et renchérit nos importations, alors que la baisse de la monnaie européenne tend à freiner nos ventes dans la zone euro et à renforcer nos importations en provenance de cette zone.

Le fait que le franc ait cessé, à fin mars, de suivre la tendance au repli de l'euro était parfaitement souhaitable eu égard à la vigueur de la conjoncture et au retour au plein-emploi en Suisse. Le franc a ainsi soutenu les efforts de la Banque nationale pour durcir quelque peu les conditions monétaires par des hausses graduelles de taux d'intérêt. Les marchés financiers y ont vu la confirmation de l'autonomie de la politique monétaire suisse. Depuis, l'écart entre les taux d'intérêt étrangers et suisses s'est de nouveau creusé. Son augmentation est allée de pair avec un renforcement du rôle que le franc joue en tant que monnaie de diversification.

Sur les marchés des changes, l'événement saillant de l'année qui s'achève a été cependant la tendance persistante à la faiblesse de l'euro. Ces dernières semaines, l'euro s'est stabilisé grâce à la diminution, qui était attendue, de l'écart entre la croissance aux Etats-Unis et celle des pays de l'Union monétaire européenne. Il est difficile de dire dans quelle mesure les interventions des banques centrales ont contribué à cette stabilisation. Fondamentalement, les chances de succès des interventions stérilisées - en d'autres termes, des interventions dont les effets sur les liquidités sont neutralisés - sont limitées. L'expérience faite avec l'euro nous montre que les facteurs à l'origine des mouvements à court et moyen terme des relations de change sont mal connus. Dans les opérations transfrontières, il importe donc d'autant plus d'identifier rigoureusement les risques de change et de les gérer de façon à ce que des variations, même inattendues, restent économiquement supportables.

Gestion des taux d'intérêt - Un premier bilan

Il y a un an, nous vous avons présenté notre stratégie adaptée de politique monétaire et ses trois piliers, à savoir une définition de la stabilité des prix, une prévision d'inflation et une marge de fluctuation assignée au Libor. Sur le plan opérationnel, la Banque nationale a ainsi abandonné sa gestion axée essentiellement sur un agrégat monétaire pour passer à la gestion d'un taux d'intérêt. Quelles expériences avons-nous faites depuis ce changement? Permettez-moi d'abord de rappeler les principes de notre méthode actuelle. La marge de fluctuation du Libor à trois mois reflète nos intentions de politique monétaire. Au sein de cette marge, qui est d'un point, nous laissons le Libor fluctuer de manière contrôlée. Généralement, nous le maintenons dans la zone médiane. Si cela est nécessaire sous l'angle de la politique monétaire, nous pouvons l'amener dans la partie supérieure ou dans la partie inférieure de la marge. Nous gérons le Libor - il s'agit d'un taux appliqué aux dépôts à trois mois - indirectement, c'est-à-dire par des pensions de titres ("repos") que nous concluons pour des durées de quelques jours ou de quelques semaines. Notre méthode de gestion se distingue ici de la pratique d'autres banques centrales qui opèrent au moyen d'un taux d'intérêt à très court terme - un taux directeur - et passent directement des opérations à ce taux. Nous avons choisi le taux des dépôts à trois mois, parce que ce taux est peu sensible aux perturbations d'ordre technique qui peuvent

survenir sur le marché et qu'il réagit bien aux modifications économiquement importantes qui, de l'étranger ou du marché des capitaux, influent sur le marché monétaire en francs.

On peut estimer que notre méthode de gestion a donné jusqu'ici de bons résultats (voir graphique ci-joint). La marge de fluctuation et le Libor en tant que taux de référence sont déjà solidement ancrés dans les discussions portant sur la politique monétaire. Comme on s'y attendait, il a fallu que tous les acteurs se familiarisent avec la nouvelle méthode. Ainsi, maints intervenants sur les marchés se sont au début concentrés avant tout sur les taux des pensions de titres et ont cherché à en déduire des signaux, ce qui a accentué les fluctuations du Libor à l'intérieur de sa marge. Entre-temps, chacun a compris que les signaux de politique monétaire viennent de déplacements de la marge de fluctuation ou, éventuellement, d'un repositionnement du Libor au sein de cette marge.

En dépit des réserves que d'aucuns ont émises dans la phase initiale, la gestion du Libor n'a jamais posé de problèmes fondamentaux. Dans l'ensemble, nous avons pu assez bien amener et maintenir le Libor là où nous le souhaitions. Nous y sommes parvenus au premier semestre également, soit dans une phase où nous avons dû relever plusieurs fois, et à des intervalles relativement courts, la marge de fluctuation et la position du Libor à l'intérieur de la marge. Dans de telles phases précisément, le Libor est un instrument meilleur que les taux des pensions de titres pour émettre des signaux à l'intention des marchés. Les taux des pensions de titres sont parfois soumis à des fluctuations dues à des facteurs purement techniques, et chercher à éviter de telles fluctuations pourrait aller à l'encontre de nos intentions de politique monétaire. En outre, nous ne voulons pas modifier l'ampleur de la marge de fluctuation. Celle-ci nous donne la souplesse nécessaire en matière de taux d'intérêt, sans pour autant nuire à la qualité des signaux que nous transmettons aux marchés par son intermédiaire. Si nous avions adopté une marge plus étroite, nous aurions dû annoncer, au premier semestre, des hausses de taux d'intérêt à une cadence qui aurait sans doute porté atteinte à la crédibilité et à la transparence de notre nouvelle stratégie.

Les pensions de titres ont contribué dans une mesure substantielle au bilan positif que nous pouvons tirer de la gestion des taux d'intérêt. La plate-forme électronique de négoce et de suivi des pensions de titres nous offre un maximum de souplesse sur le plan opérationnel. Aussi, au début de l'année, avons-nous choisi les pensions de titres pour assurer l'ensemble de la gestion du marché monétaire et gardé en réserve nos instruments traditionnels (les swaps devises contre francs, le placement de fonds fédéraux) pour des situations particulières exclusivement. Chaque jour, à tout moment ou presque, nous pouvons conclure des pensions de titres à des conditions et pour des montants variables, avec toutes les contreparties raccordées au système, et veiller au suivi de ces opérations.

Grâce à l'efficacité du système adopté pour les pensions de titres, le nombre des établissements qui concluent entre eux ou avec la Banque nationale de telles opérations a augmenté, passant à 90 aujourd'hui. Quelque 40 d'entre eux - d'importantes banques étrangères figurent dans ce groupe - participent à nos appels d'offres pour pensions de titres. Le raccordement direct à la Banque nationale permet aux banques participantes de bénéficier d'avantages en matière de gestion des liquidités. Mais, et cela est encore plus important, il renforce également la concurrence sur le marché monétaire en francs et rend ainsi la formation des prix plus efficace, ce qui finalement profite à tous les intéressés. Cette ouverture a permis de réduire l'influence des grandes banques sur la formation des conditions appliquées sur le marché monétaire. La part des grandes banques au total de nos opérations en cours pour alimenter le marché en liquidités est actuellement d'environ 50%, alors qu'elle atteignait autrefois plus de 80%.

Depuis plus d'un an, la Banque nationale met des liquidités intrajournalières, sans intérêt, à la disposition des banques par des pensions de titres. Chaque jour, les banques recourent à ces liquidités supplémentaires pour environ 2 milliards de francs. De telles opérations visent à faciliter le trafic des paiements sans numéraire. Depuis l'introduction des crédits intrajournaliers, le flux des paiements dans le SIC est devenu plus régulier en cours de journée. En particulier, les ordres de paiement non exécutés peu avant la fin de la journée SIC ont sensiblement diminué. Cette mesure contribue à la sécurité du fonctionnement de notre système de paiement.

Gestion du Libor en l'an 2000

