

La politique de la BNS
dans le nouvel environnement
monétaire international

Exposé de
Jean-Pierre Roth
Vice-président de la Banque nationale suisse

Université de Fribourg
Séminaire d'économie internationale
11 avril 2000

La globalisation, la libéralisation des échanges et la dérégulation sont des mots-clés qui caractérisent bien l'atmosphère dans laquelle s'articule actuellement la politique économique. Ces termes s'appliquent traditionnellement au commerce des biens, de plus en plus aux échanges de services, mais c'est surtout dans les marchés des capitaux qu'ils ont pris une allure symbolique. Les capitaux circulent aujourd'hui librement entre les principales places financières et la plupart des pays ont démantelé leur dispositif de contrôle. En matière d'échange de capitaux, l'économie mondiale est aujourd'hui largement intégrée.

Cette évolution a été rendue possible par les progrès spectaculaires réalisés dans le domaine de l'électronique. En effet, l'informatique et les moyens de télécommunication modernes permettent une gestion rapide, facile et peu coûteuse d'une quantité énorme d'informations. Il en résulte des conditions optimales d'arbitrage et un renforcement de la concurrence sur le marché des capitaux. Une allocation plus efficace des ressources est bénéfique, sur la durée, à la croissance de l'économie mondiale.

Mais les progrès de la communication ont aussi renforcé la diffusion des informations et l'interdépendance - technique et psychologique - des marchés financiers. Par écrans et ordinateurs interposés les fonds se déplacent au gré des appréciations du moment. Le danger d'une "monoculture" financière avec des effets d'entraînement et de contagion est évident. Nous avons fait l'expérience de cette fragilité lors de la crise asiatique des années 1997 et 1998. Les incertitudes actuellement créées par la volatilité des marchés boursiers en sont une seconde expression.

En Europe, les phénomènes de globalisation et de dérégulation ont été renforcés par l'unification monétaire. La substitution de dix monnaies nationales par une seule a donné naissance à un marché des capitaux en euros, large et liquide, qui a modifié les conditions de fonctionnement des marchés financiers. Les conditions de financement se sont unifiées sur le marché de la monnaie commune et on observe un rapide développement des émissions libellées en euros. Par ailleurs, l'intégration des marchés financiers remet en question les structures bancaires et boursières traditionnelles. Nous ne sommes ici qu'au début d'un processus qui devrait faire disparaître les frontières nationales et promouvoir l'apparition d'un marché pan-européen.

Au plan international, l'apparition de l'euro n'a pas fait ombrage, pour l'instant, au rôle prédominant du dollar américain en tant que monnaie de placement. Le billet vert reste la monnaie véhiculaire par excellence. Depuis la chute du rideau de fer, l'économie américaine domine d'ailleurs la scène économique mondiale, en puissance comme en technologie.

Pour la Suisse, les phénomènes de globalisation des marchés, auxquels se sont maintenant ajoutés les effets de l'unification monétaire en Europe, ont forcément modifié l'environnement dans lequel opère la Banque nationale. Nous avons récemment mis à jour notre mode de conduite de la politique monétaire et nous avons maintenant accumulé quelques expériences de cohabitation avec l'euro. Permettez-moi de faire le point sur l'impact de la globalisation et celle de l'unification monétaire sur l'action de la Banque nationale. Qu'en est-il de l'objectif de notre politique dans une économie globalisée? Cet environnement nouveau modifie-t-il le mode de conduite monétaire?

1. Politique monétaire: objectif inchangé...

La loi postule que la Banque nationale mène une politique monétaire dans l'intérêt général du pays. Nous estimons que cet intérêt général est le mieux servi si notre action a pour objectif le maintien de la stabilité des prix. La globalisation des marchés n'a pas changé notre conviction à cet égard.

Pourquoi cet attachement à l'objectif de stabilité des prix? Premièrement, l'inflation constitue une entrave à la croissance économique à long terme car elle empêche le système des prix de remplir sa fonction naturelle d'allocation des ressources. Il en résulte des pertes d'efficacité contraires au développement de l'économie. En outre, l'inflation a des effets redistributifs indésirables, favorisant les débiteurs aux dépens des créiteurs. En combinaison avec un système fiscal à taux progressifs, elle alourdit peu à peu la charge fiscale. Finalement, l'inflation a des conséquences sociales néfastes car elle défavorise particulièrement ceux qui ne disposent pas des moyens de s'en protéger.

La globalisation de l'économie ne modifie en rien la nécessité de concentrer l'action de la banque centrale sur la stabilité des prix. En effet, même dans une situation de globalisation, l'inflation découle d'une alimentation en liquidité de l'économie trop généreuse en regard des possibilités de croissance réelle. Tant que la Suisse n'a pas franchi le pas de l'intégration monétaire, la gestion de la liquidité du marché reste la responsabilité de la Banque nationale. La question prend évidemment une tournure fondamentalement différente dans les pays - comme les membres de la zone euro - qui ont transféré leurs compétences monétaires à une autorité extérieure, ou dans les pays qui ont décidé de lier leur monnaie à un étalon extérieur.

Le maintien de la stabilité des prix s'entend comme un objectif monétaire de long terme. Sur la courte période, d'autres éléments peuvent influencer sur le taux d'inflation, comme par exemple une modification des prix des biens importés ou un changement de la fiscalité indirecte. D'un point de vue macroéconomique, il ne s'agit pas là de pressions inflationnistes mais de modifications des prix relatifs. A leur égard une action monétaire immédiate comporte le risque d'un impact déflationniste sur la durée. Essentiel dans un tel cas est d'éviter qu'une hausse sectorielle des prix ne se transforme en phénomène durable.

Avec la globalisation des marchés - et l'interréaction étroite des conjonctures qu'elle entraîne - la capacité des banques centrales à stimuler le développement économique est encore plus limitée que par le passé. Certes, une politique monétaire expansive peut passagèrement attiser la croissance et réduire le chômage. Après un certain laps de temps, cependant, cet effet s'estompe avec comme seul résultat durable un niveau des prix plus élevé. En se concentrant sur l'objectif de stabilité des prix, la BNS ne nie donc nullement la gravité du problème que représente le chômage; elle n'est, par contre, pas convaincue du fait que la politique monétaire soit l'instrument adéquat pour le combattre. Sa véritable contribution à la croissance est le maintien de conditions monétaires stables afin que l'économie puisse saisir au mieux ses opportunités de développement.

2. ... mais stratégie réformée

Si l'objectif final de la politique monétaire reste inchangé, le nouvel environnement financier a conduit la Banque nationale à adapter les conditions de mise en œuvre de sa politique, ce que l'on appelle techniquement sa stratégie.

Laissez-moi d'abord décrire brièvement notre ancien mode opératoire et les problèmes qui nous ont poussés à l'abandonner. J'en viendrai ensuite au nouveau concept en vigueur depuis le début de cette année.

Dès la fin des années septante, l'action de la Banque nationale a visé le contrôle de la croissance de la masse monétaire M0 (billets en circulation et comptes de virement). Cette stratégie s'appuyait sur l'existence d'un lien stable entre la croissance de la masse monétaire, celle du BIP réel et du niveau des prix. Exprimée autrement, cette approche admettait l'existence d'une demande de monnaie stable. Dans ces conditions, la Banque pouvait espérer contrôler l'inflation sur le moyen terme en poursuivant un objectif de croissance adéquat de la masse monétaire.

Dans la pratique, nous nous étions fixé un sentier de croissance à moyen terme de M0 compatible avec la stabilité des prix. Le rythme de croissance tendanciel était fixé à 1 %. A la fin des années 1980, nous avons préféré un sentier de croissance à moyen terme à des objectifs annuels afin de disposer de plus de flexibilité en cas de chocs extérieurs, en provenance, notamment, du marché des changes.

Au fil des années, de nombreuses difficultés d'application se sont accumulées. Tout d'abord, la monnaie centrale a crû à un rythme inférieur à son rythme tendanciel, alors même que notre politique monétaire était franchement expansive. Ensuite, dès 1996, la croissance de M0 s'est subitement accélérée à un moment où la situation conjoncturelle intérieure ne permettait pas un cours plus restrictif. Nous sommes ainsi arrivés à la conclusion que le développement de la monnaie centrale n'était plus une variable opératoire suffisamment fiable pour servir de guide à notre action. La demande de monnaie répondait à des facteurs qui nous échappaient. La demande de comptes de virement réagissait aux modifications structurelles affectant les mécanismes de paiement interbancaires en Suisse; quant à la demande de billets de banque, il se peut qu'elle ait été stimulée par des facteurs extérieurs.

Tirant les conséquences de cette expérience négative, la Banque nationale a défini un nouveau cadre stratégique s'écartant clairement de l'approche traditionnelle du contrôle de la croissance monétaire. Cette stratégie - mise en œuvre depuis le début de cette année - vise à promouvoir un processus de décision cohérent et transparent. Elle repose sur trois piliers:

Tout d'abord, la Banque a concrétisé son objectif de stabilité des prix. Nous jugeons que ce but est atteint lorsque la croissance de l'indice des prix à la consommation reste en dessous de 2%. Avec cette définition, nous tenons compte du fait que l'indice des prix à la consommation tend à surestimer légèrement le renchérissement. L'objectif de notre action est ainsi chiffré et connu.

Le deuxième élément de notre stratégie est une estimation de l'inflation future. A l'aide de divers modèles économétriques, en procédant aussi à l'analyse des développements monétaires, nous essayons de prévoir l'évolution future de l'inflation, un horizon de trois ans nous servant ici de référence. Pourquoi trois ans? Pour tenir compte

des délais existant entre les décisions de politique monétaire et l'évolution des prix. Cet exercice de prévision est essentiel car il nous demande de juger si notre action est appropriée en regard de l'objectif que nous poursuivons. Le fait que nous rendions publique régulièrement notre appréciation des perspectives inflationnistes assure la transparence nécessaire à comprendre le cours de notre politique.

Finalement, nous avons défini un nouveau mode opératoire en choisissant le taux d'intérêt LIBOR à trois mois comme indicateur du degré de restriction de notre politique dans le court terme. Nous fixons à cet effet une bande de fluctuation pour le taux à trois mois et menons sur le marché les opérations nécessaires afin de le stabiliser dans la marge de fluctuation choisie. Ici également les progrès de transparence sont considérables par rapport au mode d'action précédent.

La prévision d'inflation se situe au cœur du nouveau concept de politique monétaire. Si la hausse des prix attendue franchit la barre des 2 %, notre politique doit viser un taux LIBOR plus élevé, ce qui peut éventuellement aussi exiger un déplacement vers le haut de la bande de fluctuation annoncée. Il n'y a toutefois pas de lien mécanique car l'importance de l'ajustement des taux repose aussi sur une appréciation des risques liés au cours futur de l'économie. Notre nouvelle stratégie n'implique donc aucun automatisme; elle nous aide cependant à former nos décisions de manière systématique et rationnelle dans un cadre clair et prédéfini.

La transparence est un élément important de notre nouveau concept. Nous procédons régulièrement à une analyse de la situation économique et des perspectives inflationnistes et en publions les conclusions. Cet effort de communication vise à fournir au marché les éléments principaux sur lesquels se basent nos décisions afin qu'il en comprenne les motivations. Nous espérons ainsi contribuer à la stabilité des marchés financiers. Nous voulons éviter que des décisions mal comprises provoquent des mouvements erratiques ou excessifs des cours de change ou des taux d'intérêt. La globalisation des marchés financiers demande que les opérateurs comprennent le sens et la motivation de nos mesures.

La transparence de notre action est accrue, mais elle ne peut être totale. Notre nouveau concept de politique monétaire n'est pas une "boîte noire" dont sortent mécaniquement les décisions à prendre. Il faut le comprendre comme une aide à la décision monétaire. Cette dernière devra toujours faire appel à un élément de jugement qui peut forcément dépendre des conditions du moment. C'est alors à la BNS de convaincre le marché que "le jour et l'heure" étaient correctement choisis. Son degré de crédibilité joue un rôle essentiel à cet égard.

Le nouveau concept de politique monétaire comporte aussi des risques. Tout d'abord, le succès de la politique monétaire dépend de la qualité des prévisions d'inflation. Vous le savez, l'établissement de prévisions n'est pas une science exacte. Leur qualité dépend du degré de sophistication des simulations, mais aussi des informations récoltées. Des modèles apparemment efficaces à un moment donné ne le sont pas forcément dans le futur.

Ensuite, la publication d'un objectif pour le taux d'intérêt peut nous mettre sous la pression des marchés, ceci d'autant plus que les mouvements à court terme des taux peuvent être influencés par des facteurs externes. L'adoption d'une bande-cible et non pas d'un niveau-cible vise à nous assurer la flexibilité nécessaire en cas de chocs ex-

ternes sur les taux. Pour une petite économie ouverte telle que la Suisse, cette flexibilité représente une nécessité.

Finalement, nos efforts de transparence nous placent davantage au centre de l'intérêt public. Lors de situations difficiles ou de décisions peu populaires, les critiques et les contre-expertises ne feront sûrement pas défaut. Ces effets de projecteurs ne rendront pas la politique monétaire plus facile. Il ne fait aucun doute que la globalisation rend l'exercice de l'autorité monétaire plus complexe que par le passé.

Venons-en maintenant au second facteur qui a modifié l'environnement de la politique monétaire suisse: l'apparition d'une monnaie unique - l'euro - sur le front européen.

3. La naissance difficile de l'euro

Le lancement de l'euro s'était accompagné d'ambitions élevées. On attendait que l'euro devienne une monnaie solide, capable de concurrencer le dollar. Cette force devait découler d'abord d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix - puisque tel est l'objectif explicite de l'action de la Banque centrale européenne - et d'une situation confortable des paiements extérieurs européens. Ces atouts étaient sensés peser de tout leur poids face à une situation américaine caractérisée par des pressions inflationnistes potentielles et un déficit extérieur croissant. Par ailleurs, l'intégration des marchés financiers européens, sous l'égide de l'euro, allait donner aux valeurs européennes un attrait de liquidité complètement nouveau qui aiguiserait l'appétit des placeurs internationaux.

Ces attentes positives ne se sont pas ou, du moins, pas encore réalisées. Au contraire, l'euro a perdu 18 % de sa valeur face au dollar depuis son introduction en janvier 1999. Quelles sont les raisons de cette évolution?

En premier lieu, il faut mentionner la brillante tenue de l'économie américaine qui connaît des taux de croissance élevés sans pour autant générer de tensions inflationnistes. A cet égard, les progrès de la productivité, la grande flexibilité dans la création d'emplois comme dans celle du fonctionnement du marché du travail jouent un rôle important. Cependant, la question reste ouverte de savoir s'il s'agit là d'effets passagers ou d'effets vraiment durables.

La zone Euro, par contre, peine à inspirer confiance aux marchés en dépit de l'amélioration de sa situation économique et de meilleures perspectives de croissance. Ses membres connaissent toujours d'importants handicaps structurels qui entravent leur capacité à bénéficier pleinement de la globalisation des marchés. De plus, le fonctionnement de l'union monétaire elle-même comporte encore des zones d'ombre importantes:

En premier lieu, la convergence des conditions de stabilité financière au sein de la zone euro semble s'affaiblir. Ainsi, depuis douze mois, les écarts dans l'évolution conjoncturelle des pays membres ont eu tendance à augmenter: l'Irlande, l'Espagne, le Portugal et les Pays-Bas sont quasiment en situation de surchauffe, alors que la conjoncture ne fait que démarrer en Allemagne et en Italie. De cette disparité naît une incertitude sur le cours futur de la politique monétaire commune: Faut-il suivre les

réalités des grands pays? Mais comment alors freiner les petites économies où la stabilité des prix est menacée?

En second lieu, le processus de décision de la BCE semble lourd. Avant chaque décision, le débat interne paraît difficile; la recherche du consensus s'achoppe forcément à certains intérêts nationaux. Par ailleurs, la communication extérieure de la BCE souffre d'une multiplication de porte-parole. Le fait que des divergences d'appréciation apparaissent entre les membres du Conseil de la BCE ne contribue pas à la perception d'une stratégie claire.

Enfin, de nombreuses incertitudes se manifestent actuellement quant au futur des institutions européennes. L'élargissement de l'Union Européenne à l'Est semble une décision acquise mais on en mesure encore mal les conséquences politiques et monétaires. Est-il possible d'imaginer que la zone euro s'élargisse au-delà des candidats connus comme la Grèce, la Suède, le Danemark et, éventuellement, le Royaume-Uni? Faudra-t-il faire une place à d'autres pays, monétairement en retard par rapport aux normes européennes? Et même si ce n'est pas le cas, quelles seront les conséquences d'un élargissement à l'Est pour les budgets nationaux? En un mot, la "grande Europe" de demain pourra-t-elle se comparer - en terme de stabilité - à l'Europe Rhénane issue de l'Alliance franco-allemande?

Tous ces différents éléments pèsent sur la monnaie européenne et l'ont empêché, pour l'instant, de s'affirmer comme une alternative attrayante face au dollar.

4. Les effets de l'euro sur le franc suisse

Au cours des seize premiers mois d'existence de la nouvelle monnaie européenne, la relation franc suisse - euro a été marquée par une stabilité inattendue. Les craintes antérieures selon lesquelles des accès de faiblesse de l'euro déclenchaient immanquablement des vagues spéculatives sur le franc suisse ne se sont pas réalisées.

C'est en soi une bonne nouvelle et ce n'est pas tout à fait une surprise si l'on songe que les relations entre deux monnaies dépendent d'abord de la convergence de leurs éléments fondamentaux. Au cours de la majeure partie de 1999, le parallélisme conjoncturel entre la Suisse et l'Europe environnante, surtout l'Allemagne, était évident. La Banque nationale et la Banque centrale européenne ont ainsi été amenées à agir de concert. Mais la situation s'est modifiée au cours du dernier trimestre de l'an dernier lorsqu'il est devenu clair que le cours très expansif de notre politique devait être progressivement corrigé en raison de l'amélioration de la conjoncture en Suisse. La désynchronisation des politiques s'est accentuée ces dernières semaines en raison de la constatation, maintenant pleinement avérée, que l'intensité de la reprise économique dans notre pays dépasse celle de la zone euro. Les éléments fondamentaux sont donc aujourd'hui moins convergents qu'il y a seize mois, les tonalités des politiques monétaires ne sont plus les mêmes, ce qui a conduit le franc à se renforcer par rapport à la monnaie européenne.

L'existence de l'euro constitue une modification profonde de l'environnement dans lequel opère notre politique monétaire. Pour la première fois de son histoire, la Suisse est entourée de pays disposant d'une même monnaie. Il est évident que la relation de change entre le franc et cette monnaie commune est d'une nature toute particulière

étant donné l'intensité de nos relations commerciales avec nos voisins. Aujourd'hui, plus du 70 % de nos importations proviennent de la zone euro, alors que plus de 50 % de nos exportations y sont écoulées. Ces chiffres sont parlants: une forte volatilité de la relation franc - euro serait douloureuse pour l'économie suisse. Deux facteurs nous incitent à penser que cette relation ne devrait pas se développer de façon irrationnelle:

En premier lieu, l'expérience des quinze dernières années nous montre que la relation entre le franc et l'étalon européen est relativement stable sur la tendance - lorsqu'on la mesure en termes réels - car les réalités de l'économie suisse ne s'éloignent jamais très fortement de celles de ses voisins. Ceci tient aux structures économiques, aux facteurs sociaux et culturels. Des phases de force ou de faiblesse de notre monnaie par rapport au mark allemand ont été observées par le passé, elles ont été douloureuses par moment mais elles sont restées d'une intensité supportable. Il en aurait été tout autrement si la volatilité entre le franc et le mark avait été comparable à celle qui s'est faite jour entre le franc et le dollar. Les changes flottants ne sont donc pas erratiques: des économies convergentes connaissent une relative stabilité de leur relation de change. C'est un message encourageant.

En second lieu, la forte stabilité notée entre le franc et l'euro depuis l'an dernier peut aussi être la conséquence du changement de l'environnement structurel dans lequel opère le franc. En effet, avec l'arrivée de l'euro, la scène monétaire internationale s'est sensiblement modifiée. Dix monnaies se sont soudées et ont constitué un nouveau bloc sensé concurrencer le dollar. Dans le paysage monétaire précédent, le franc était recherché comme moyen de diversification. Aux côtés du DM, il était un élément sensé contrebalancer les risques supportés par d'autres monnaies n'ayant pas une tradition de stabilité aussi avérée. Face aux blocs monétaires actuels, le franc ne joue plus le même rôle que par le passé. Perdant une partie de son profil financier, il devrait donc évoluer en plus grande harmonie avec les réalités fondamentales de l'économie suisse.

Les craintes que l'on pouvait avoir que les modifications de l'environnement européen paralyseraient la politique monétaire suisse ne se sont pas concrétisées. Les relations entre le franc et l'euro évoluent largement en fonction des éléments économiques fondamentaux des économies considérées. Rien n'indique que le marché opère maintenant de manière irrationnelle. Nous restons donc en mesure de mener la politique qui convient au maintien de la stabilité monétaire en Suisse.

5. Politique monétaire dans un environnement globalisé: un bilan provisoire

La globalisation des marchés financiers et l'apparition d'une monnaie unique en Europe constituent des défis pour la politique de la Banque nationale. Les capitaux circulent aujourd'hui librement, le flux des informations est global et les moyens électroniques permettent des arbitrages continus. En Europe, la consolidation du paysage monétaire a créé une situation unique qui voit la Suisse se situer au cœur d'une zone monétaire à laquelle le franc n'est pas rattaché. Plus que par le passé, les marchés sont maintenant en mesure de sanctionner - par leur réaction - des politiques inappropriées ou perçues comme telles.

La Banque nationale relève ces défis par un effort de transparence, de cohérence et de communication. C'est dans ce sens que va la réforme du mode de conduite de la politique monétaire à laquelle elle a procédé en début d'année.

L'effort de transparence nous a conduits à chiffrer l'objectif de stabilité des prix et à concrétiser le cours de notre action par la fixation d'une bande de fluctuation pour le taux d'intérêt à trois mois.

Les mesures de politique monétaire doivent être non seulement cohérentes, elles doivent aussi être compréhensibles. C'est pourquoi, nous publions régulièrement nos éléments d'appréciation de la situation économique et monétaire et les conclusions que nous en tirons pour la politique monétaire. Nous donnons ainsi au public les moyens de juger le cours de notre action. Nous en attendons un gain d'efficacité dans la conduite de notre politique, une réaction plus rationnelle des marchés, donc un renforcement de notre capacité à prendre les mesures nécessaires à la préservation de la stabilité monétaire en Suisse.

Malgré nos efforts, la transparence de notre action ne pourra jamais être totale. Il n'existe pas de modèle permettant de déterminer quelles sont les "bonnes" mesures de politique monétaire à prendre. Nous cherchons simplement à créer un cadre permettant une prise de décision cohérente. Il reste néanmoins une marge d'appréciation qui relève de la responsabilité des Autorités monétaires. Une prise de décision organisée de manière systématique tend à la diminuer.

Nos expériences de conduite de la politique monétaire dans un environnement globalisé sont encourageantes. En dépit de marchés pleinement intégrés et d'une liberté totale des mouvements des capitaux, le franc n'évolue pas de manière erratique. Son cours tend à refléter l'évolution relative des éléments fondamentaux de l'économie suisse. C'est notamment le cas sur le front européen. Les craintes de voir la politique monétaire suisse être paralysée par les effets de la globalisation financière et de l'intégration monétaire européenne ne se sont donc pas concrétisées.