

Qu'attendre de la politique monétaire?

Exposé de

Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale de la

Banque nationale suisse

Centre International d'Etudes Monétaires et Bancaires

Mardi 25 novembre 2003

Genève

Je prends un plaisir particulier à m'exprimer ce soir dans le cadre du Centre International d'Etudes Monétaires et Bancaires. Le CIMB est un lieu de réflexion sur les problèmes de la politique monétaire. Il contribue à la recherche dans ces domaines non seulement par ses conférences mais aussi par ses publications scientifiques. Je mentionnerai l'édition 2001 du «Geneva Report on the World Economy» sur le sujet «How do Central Banks Talk?» dont le titre à lui seul à de quoi rendre nerveux tout banquier central s'exprimant dans cette salle.

Si mon plaisir l'emporte sur ma nervosité c'est que cette conférence se déroule dans les murs de l'Institut Universitaire de Hautes Etudes Internationales où j'ai passé la fin de mes études universitaires, et qui m'a beaucoup apporté dans la connaissance des phénomènes macro-monétaires. C'est donc également avec un sentiment de reconnaissance que je m'exprime devant vous ce soir.

L'essentiel de mes études à l'Institut a consisté à analyser les effets de la politique monétaire, que ce soit sous un régime de taux de change fixes ou flottants, dans un environnement marqué par une intégration des marchés financiers ou par une faible mobilité des capitaux, dans un grand espace économique peu influencé par l'extérieur ou, au contraire, dans un petit pays fortement intégré dans l'économie mondiale. J'ai donc choisi le thème «Qu'attendre de la politique monétaire?», une question toujours justifiée sur le plan de la théorie économique et une question parfaitement d'actualité dans notre environnement de stagnation économique ou, au mieux, de faible croissance.

«Qu'attendre de la politique monétaire» est aussi la question que le législateur s'est posée, en Suisse, lors du débat sur le mandat de la Banque nationale dans le cadre de la récente révision de notre loi. Les Chambres se sont entendues sur une formulation qui demande à l'Institut d'Emission d'assurer la stabilité des prix et, ce faisant, de tenir compte de l'évolution de la conjoncture. L'influence de la politique monétaire sur les prix, puis sur la conjoncture formera l'ossature des deux premières parties de mon exposé. Dans une troisième partie je traiterai de la relation entre la politique monétaire et les prix des actifs, qu'il s'agisse des actifs financiers ou de l'immobilier, aspect qui a fait l'objet d'une étude particulière du CIMB il y a deux ans sous le titre: «Asset Prices and Central Bank Policy».

1. Politique monétaire et stabilité des prix

La nouvelle loi sur la Banque nationale fait donc figurer la stabilité des prix en tête de liste de ce qui peut être attendu de la politique monétaire. De même trouve-t-on la stabilité de prix comme premier objectif du mandat de la Banque centrale européenne, de la Banque d'Angleterre ou de la Riksbank suédoise. Manifestement il ne s'agit pas là d'un hasard mais bien le reflet de la conviction maintenant bien établie que la préservation de la stabilité des prix est un objectif prioritaire de l'action des banques centrales et que l'inflation est avant tout un phénomène monétaire. Les Suisses ont la réputation de réagir tardivement – mais avec réflexion – aussi je conçois qu'il puisse paraître un peu anachronique d'introduire maintenant la stabilité des prix dans le mandat de la Banque nationale alors que l'actualité n'est plus à l'inflation mais aux tendances déflationnistes et à la faible croissance.

Aujourd'hui, après avoir bénéficié pendant presque dix ans de la stabilité des prix, nous avons effectivement tendance à oublier les coûts économiques d'une hausse du niveau général des prix, que celle-ci soit attendue ou inattendue. Nous l'avons pourtant durement constaté par le passé: l'inflation pénalise tous ceux qui ne sont pas en mesure de se protéger contre ses conséquences perverses, notamment ceux qui ne peuvent pas mettre leur épargne à l'abri de l'érosion monétaire; l'inflation privilégie le placement en instruments financiers offrant une protection monétaire et constitue une source de distorsion fiscale en déclenchant le phénomène de la progression à froid. La seule éventualité d'une hausse inattendue des prix, quant à elle, interfère dans le calcul des agents économiques et provoque l'apparition de primes de risque artificielles, donc des coûts additionnels d'incertitude.

L'idée selon laquelle un peu d'inflation permet aux rouages économiques de tourner de manière efficace fait partie de ces «fausses bonnes idées» qu'il convient de combattre. L'inflation n'est pas source d'emplois supplémentaires. Elle n'est pas source de plus de bien-être pour la société, mais la cause de distorsions, donc d'inefficacité.

La nécessité de lutter contre l'inflation a constitué le fil rouge de la politique monétaire des pays industrialisés au cours des 20 dernières années. Effectivement le rythme de la hausse des prix et les anticipations inflationnistes ont nettement baissé depuis le début des années 1980. L'action des banques centrales a donc été efficace dans ces domaines. Certains se demandent même si elles n'ont pas été dépassées par leur succès puisque

quelques pays sont entrés en déflation et d'autres – comme la Suisse – connaissent un rythme de hausse des prix proche de zéro.

Pourquoi craindre la déflation alors que chacun semble gagner – en termes de pouvoir d'achat – lorsque les prix diminuent?

On serait en effet tenté de renverser l'argument précédent et dire que si l'inflation est un coût, la déflation est une sorte de subvention cachée. Ce serait se tromper lourdement: les économistes arrivent à la conclusion que la déflation est encore plus dommageable et dangereuse que l'inflation. Pourquoi?

La réponse à cette question se trouve dans le fait que nos économies ne sont pas organisées pour gérer les conséquences d'une baisse générale des prix. L'exemple le plus frappant est la rigidité des salaires nominaux à la baisse qui empêche les baisses de prix de se reporter sur les coûts, détériorant ainsi la position des entreprises. Le secteur financier n'est pas prêt, lui non plus, de travailler avec des prix qui baissent. Dans un environnement déflationniste, le taux d'intérêt devrait devenir négatif puisque les bailleurs de fonds peuvent espérer une revalorisation automatique de leurs créances. De même, la Banque centrale ne peut baisser ses taux en dessous de zéro.

L'inflation et la déflation ne sont pas des phénomènes symétriques. L'augmentation des taux d'intérêt réels entraînée par une déflation mine le dynamisme de nos économies de marché. Le fait que la Chine connaisse aujourd'hui des taux de croissance élevés alors que les prix baissent ne me rassure pas particulièrement: l'économie chinoise a des lois que l'économie politique ne connaît pas. Dans nos économies industrialisées, la baisse des prix risque d'enclencher un cercle vicieux conduisant à une dépression.

Connaissons-nous un risque de déflation en Suisse? Je considère le risque d'une véritable déflation, c'est-à-dire la baisse durable des prix sur un large front comme peu probable. En revanche, nous ne pouvons pas exclure des baisses sectorielles ou des taux d'inflation négatifs sur de brèves périodes. Rien de nouveau dans ce domaine, nous avons déjà connu en 1998 des périodes de croissance négative de notre indice des prix et nous avons souvent observé des situations où les prix des biens importés et les prix des biens intérieurs suivaient des tendances contradictoires, les premiers baissant alors que les seconds montaient. Ce sont-là des phénomènes tout à fait normaux, particulièrement dans les petites économies ouvertes, et il convient de ne pas tout de suite crier à la déflation.

Une baisse généralisée des prix est un symptôme inquiétant si elle est le résultat d'une chute de la demande globale. En revanche, si une baisse de l'indice des prix est le reflet

de progrès technologiques dans certains secteurs ou d'une plus grande concurrence sur les marchés, elle conduit à une augmentation du bien-être du consommateur et doit être considérée comme positive. Ces phénomènes sont sectoriels, ponctuels, il est peu probable qu'ils provoquent l'anticipation d'une baisse générale et durable des prix.

La question des ajustements sectoriels de prix a toute sa pertinence pour la Suisse, pays qui a la réputation d'être cher. C'est un fait: notre pouvoir d'achat est entamé par des prix élevés. Ceci ne tient pas à un franc surévalué – comme certains l'imaginent – mais à des prix intérieurs excessifs, issus de situations de concurrence déficiente selon les branches ou de zèle régulateur. Nous ne pourrions que nous réjouir si, sous l'effet d'une concurrence globale plus aiguë ou d'une déréglementation intérieure, certains prix devaient s'orienter à la baisse. Ce serait signe de flexibilité: la compétitivité de nos entreprises s'en trouverait renforcée et le bien-être général augmenté.

La défense de la stabilité des prix a donc parfaitement sa place dans le futur mandat de la Banque nationale, mais elle doit être exercée en pleine connaissance des facteurs qui font bouger les indices. Nul doute qu'une hausse durable des prix doit être combattue et ne peut se poursuivre sans alimentation monétaire continue. La situation est plus délicate en matière de baisses de prix car celles-ci peuvent découler d'une modification justifiée des prix relatifs.

Quoi qu'il en soit, lorsque la Banque centrale décide de tirer sur le frein monétaire ou, au contraire, de mener une politique expansive, elle ne peut espérer atteindre ses objectifs en matière de prix que par l'ajustement de l'ensemble de l'économie. Le lien entre politique monétaire et conjoncture est donc inévitable. J'en viens ainsi à la deuxième partie de mon exposé.

2. Politique monétaire et conjoncture

Comme je l'indiquais en introduction, le mandat de la Banque nationale, tel qu'il apparaîtra dans la nouvelle loi, fait explicitement référence à la conjoncture: «Elle (la Banque nationale) assure la stabilité des prix. Ce faisant, elle tient compte de l'évolution conjoncturelle». Cette phrase a donné lieu à de vives discussions dans les Commissions parlementaires avec, en arrière plan, le débat classique sur la capacité de la politique monétaire de régler la conjoncture. Quelle est notre philosophie à cet égard?

Tout d'abord, soyons réalistes: il n'est guère possible d'imaginer que la BNS puisse «régler» la conjoncture suisse pour faire de ce pays un jardin d'Eden où règnent en

permanence le plein emploi et la stabilité des prix, et qui croît à un rythme soutenu. L'économie suisse vit au diapason de l'économie mondiale. «Un franc sur deux est gagné à l'étranger» dit-on familièrement. Ce serait une illusion de croire que notre économie puisse tourner à plein régime alors que celle de nos voisins rencontrerait des difficultés.

Cette évidence rappelée, il convient d'en souligner une deuxième: la politique monétaire ne peut stimuler la croissance économique sur la durée. Les conditions de croissance à long terme d'une économie dépendent de facteurs fondamentaux tels que l'investissement, le progrès technique, l'évolution démographique, autant de paramètres qui sont hors de portée de l'action monétaire. Au mieux, la politique monétaire, en assurant la stabilité des prix, peut créer des conditions de stabilité favorables à l'efficacité économique, donc à la croissance. S'il suffisait d'une politique monétaire expansive pour créer des emplois, on serait en droit de penser que le problème du chômage serait réglé depuis longtemps.

Bien que la politique monétaire ne soit pas en mesure de modifier les variables-clés de l'économie dans la longue durée, personne ne conteste qu'elle ait un impact sur l'évolution conjoncturel de court terme. On attend d'elle qu'elle joue un rôle stabilisateur à l'égard des cycles économiques. Dans le cas le plus normal, la conduite d'une politique orientée vers la stabilité des prix est déjà par elle-même un élément de stabilisation conjoncturel. Lorsque l'économie croît à un rythme supérieur à son potentiel de long terme, les perspectives de stabilité des prix s'assombrissent et la politique monétaire devient restrictive; au contraire, en cas de ralentissement conjoncturel la banque centrale peut conduire une politique plus agressive, les perspectives en matière de prix étant favorables. Notez bien que dans tous ces cas de figure, les limites de l'action monétaire sont données par l'évolution future des prix: stimuler l'économie sur la courte durée au détriment d'une hausse inacceptable de l'inflation en longue durée ne correspondrait pas aux intérêts fondamentaux de l'économie.

Malheureusement, le cas que je viens de vous présenter n'est pas le seul! Il y a aussi des circonstances où la mise en œuvre d'une politique orientée vers la stabilité des prix et le soutien de la conjoncture vont en sens opposés. La lutte contre une hausse rapide des prix dans un environnement de ralentissement conjoncturel demande aux banquiers centraux d'agir «avec un doigté particulier». Il s'agit de bien comprendre les raisons de la poussée des prix et d'engager les instruments monétaires de telle façon que des coûts sociaux inutiles soient évités. Lorsqu'il faut agir hors des schémas habituels, la

communication joue un rôle particulièrement important afin que le public ne se méprenne pas sur l'objectif poursuivi par la banque centrale.

Certains pourraient trouver mon approche relativement activiste. C'est une question de mesure. Je ne prétends pas que l'action monétaire puisse régler la conjoncture. Cette approche, en faveur dans les années 1960 et 1970, a conduit à des situations de hausse inacceptable des prix qu'il a fallu corriger ensuite alors que la conjoncture s'essouffait et qu'une mentalité inflationniste se développait dans le public. Aujourd'hui la politique monétaire ne vise pas un réglage fin de l'activité économique, elle reste orientée vers la stabilité des prix à moyen terme. Elle se module toutefois en fonction des écarts entre le potentiel productif supposé de l'économie et l'utilisation effective des ressources du pays. Je dis «se module» car l'ampleur de l'action monétaire dépend toujours de son impact futur sur l'évolution des prix, compte tenu des réactions attendues de l'économie. Cette approche demande une grande vigilance car notre capacité de mesurer l'influence de la monnaie sur le développement futur des prix est limitée: nous aussi, nous ne connaissons qu'imparfaitement le modèle de fonctionnement de l'économie; nous savons juste que ses mécanismes de transmission opèrent selon des schémas et des durées variables.

Aux monétaristes les plus convaincus – et leurs leçons sont encore bien présentes à mon esprit dans cette salle – qui disaient que l'inflation étant un phénomène monétaire, la maîtrise de la hausse des prix demande simplement un contrôle étroit de l'évolution des agrégats monétaires sans se préoccuper de manière explicite de la conjoncture, je répondrais que l'impact de la monnaie sur les prix suit des voies mystérieuses et incertaines. Nous partageons avec eux l'objectif de stabilité des prix, mais notre appréciation de la situation ne fait pas uniquement appel à l'observation des agrégats monétaires. Par une analyse détaillée de tous les indicateurs pouvant nous renseigner sur l'intensité possible de la transmission des impulsions monétaires sur les prix nous essayons de nous forger une conviction sur l'influence à moyen terme de notre action. A l'évidence, les conséquences d'un accroissement des liquidités ne sont pas les mêmes si l'économie est en pleine ou en sous utilisation de ses capacités de production, si l'environnement international est porteur ou s'il ne l'est pas.

A la Banque nationale, nous procédons chaque trimestre à l'analyse approfondie de ces différents éléments et nous en publions les résultats sous la forme d'une prévision d'inflation couvrant les 3 prochaines années. Cette prévision qui assure aussi la transparence de notre analyse, mesure l'impact futur, sur la hausse des prix, de la politique monétaire actuelle étant donné les perspectives économiques du moment. La

prévision d'inflation nous guide dans l'exécution de notre mandat en faveur de la stabilité des prix tout en tenant compte des développements de la conjoncture.

3. Politique monétaire et prix des actifs

Une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix, attentive aux développements de la conjoncture doit-elle, en plus, viser la régularisation des marchés financiers?

Cette question a été largement débattue ces dernières années en marge de la bulle boursière que nous avons vécue à l'aube du nouveau millénaire, dont l'éclatement a provoqué les difficultés économiques que nous avons rencontrées ces dernières années.

L'attitude classique des banques centrales à l'égard des développements des prix des actifs – qu'ils soient financiers ou réels – est celle bien décrite par l'expression anglaise «benign neglect», intraduisible en français.

Cette attitude consiste à dire que les prix des actifs, s'ils ne sont pas des paramètres d'action pour la politique monétaire, sont pour le moins des sources d'information précieuses concernant le développement futur de l'économie et surtout des anticipations qui s'y rapportent. Un redressement boursier reflète les attentes positives du marché relatives aux profits des entreprises, donc le développement favorable de la conjoncture. Un envol des prix de l'immobilier peut être révélateur d'une situation de rareté comme celle d'une préférence pour les placements dans les valeurs réelles en raison de craintes pour la stabilité future des prix. Si, dans de telles circonstances, la banque centrale réagit avec ses instruments monétaires, ce n'est pas parce qu'elle cherche à corriger les évolutions particulières de ces marchés mais parce qu'elle voit dans ces indicateurs les signes avancés de pressions sur le niveau général des prix. Les prix des actifs trouvent ainsi leur juste place: ils ne sont pas les objectifs de l'action monétaire mais une simple source d'information entrant dans la palette des indicateurs sur lesquels reposent les décisions de politiques monétaires. Un bon exemple à ce sujet est la récente décision de la Banque d'Angleterre de relever ses taux d'intérêt en raison, notamment, des risques d'inflation provoqués par un marché immobilier britannique en surchauffe.

La situation est évidemment plus difficile lorsque la banque centrale a le sentiment que les prix des actifs ne sont pas simplement annonciateurs de tensions futures sur les prix mais qu'ils reposent sur un développement spéculatif irrationnel. Lorsqu'on constate que les taux de profit nécessaires à justifier l'évolution des bourses sont tout simplement irréalistes, on ne peut que conclure que les développements boursiers sont artificiels et

condamnés à se corriger un jour ou l'autre, et ceci vraisemblablement au prix d'un repli conjoncturel. Que doit faire la politique monétaire dans un tel cas de figure?

Cette question s'est posée à la fin des années nonante. On en veut pour preuve les appels répétés lancés par d'éminents représentants de la communauté des banquiers centraux. En vain, et ce n'est pas surprenant: la politique de communication est importante en matière monétaire, nous le savons, mais elle ne suffit pas si elle n'est pas soutenue par des actes. Pourquoi les banques centrales sont-elles restées passives?

En premier lieu – soyons modestes –, les banques centrales n'ont pas plus de moyens que les opérateurs de marché de distinguer clairement entre les développements boursiers sains et ceux qui ne le sont pas. Si tel était le cas, pourquoi les marchés ne se stabiliseraient-ils pas d'eux-mêmes?

En second lieu, n'oublions pas qu'une politique monétaire restrictive menée en vue de calmer l'évolution boursière entraînerait vraisemblablement un ralentissement de l'activité économique dans un environnement où, comme c'était le cas à la fin des années nonante, règne la stabilité des prix à l'exception de celle des actifs financiers. Le public aurait ainsi de la difficulté à comprendre la logique de l'action de la banque centrale. Et il se pose une question philosophique intéressante: une banque centrale peut-elle provoquer des coûts sociaux à court terme en vue de limiter des coûts futurs hypothétiques?

Enfin il n'est pas certain que les instruments de politique monétaire – le changement du niveau du taux d'intérêt – soit le moyen approprié pour lutter contre une bulle boursière.

Ceci dit, il reste néanmoins que les évolutions boursières interpellent les banques centrales. On aurait pu espérer qu'avec la baisse de la volatilité de l'inflation, avec une plus grande régularité des cycles économiques, avec une globalisation accrue des marchés, que la volatilité des marchés financiers diminue. Cela n'a pas été le cas. Au contraire, la volatilité des marchés financiers a été la principale source de perturbation des équilibres macro-économiques depuis que l'inflation est sous contrôle. Le Japon peine encore sous les effets de sa crise financière boursière et immobilière. La Suisse a vécu une période difficile dans les années nonante en raison des excès commis dans l'immobilier au cours des années quatre-vingt. Et l'économie mondiale se remet lentement de la chute des investissements déclenchée par le dégonflement de la bulle boursière de 2000.

Dans tous ces cas les banques centrales, fidèles à leur attitude attentiste, n'ont pas tenté de prévenir mais simplement de neutraliser les conséquences des bulles en menant une politique monétaire expansive.

Certains s'interrogeront si cette attitude est sage. Et ceux qui le font se réfèrent aux enseignements de l'Autrichien Ludwig von Mises qui fut ici-même de 1934 à 1940 professeur d'économie internationale.

Selon l'école autrichienne, une bulle spéculative apparaît à la suite d'une expansion monétaire excessive se traduisant par un taux d'intérêt anormalement bas, inférieur au taux d'intérêt «naturel». Ce taux bas incite les agents économiques à surestimer la demande future, conduit à une croissance anormale des crédits et au surinvestissement. Les éléments nécessaires à l'apparition d'une bulle spéculative sont ainsi en place. Celle-ci se développe jusqu'au moment où l'aspect irrationnel des anticipations devient évident. Le dégonflement de la bulle entraîne alors une phase douloureuse d'ajustement où les investissements inappropriés doivent être amortis. Plus la bulle aura été ample et longue, plus importante se révélera la correction. Celle-ci est inévitable et toutes les mesures qui viseraient à l'atténuer ne feraient que prolonger la phase d'ajustement.

Cette approche tourne à la tragédie grecque où les phases d'expansion et de récession s'enchaînent de manière inévitable.

La théorie autrichienne est ancienne mais vous conviendrez qu'elle incite à la réflexion: les difficultés rencontrées par l'économie suisse durant la première moitié des années 1990 n'ont-elles pas été la conséquence, en partie du moins, de la correction inévitable de la bulle immobilière qui s'était formée durant la seconde moitié des années 1980? Si tel est le cas, ceux qui accusent la politique monétaire de la BNS du début des années nonante d'avoir été à l'origine de la faible croissance helvétique durant cette période se trompent. L'assainissement nécessaire du marché immobilier a pesé sur le cours des événements. Nous avons tous en mémoire les problèmes survenus dans le secteur bancaire et l'étranglement financier de ménages surendettés.

Avec le recul des années, on est ainsi en droit de se demander si la politique de la Banque nationale n'a pas été trop expansive dans les années 1980, provoquant la bulle immobilière et les problèmes du début des années nonante, comme on peut se demander si la politique monétaire américaine n'a pas été trop généreuse au milieu des années nonante, créant des conditions favorables à l'envol des cours boursiers.

La question n'est donc plus de savoir si la politique monétaire doit lutter contre les bulles spéculatives, elle est plutôt de s'interroger sur la responsabilité des banques centrales dans l'apparition des bulles elles-mêmes.

Le débat sur la relation entre la politique monétaire et le prix des actifs n'est donc pas clos. Il incite les banques centrales à la prudence en cette période de bas taux d'intérêt dus à une forte liquidité. En Suisse, nous ne notons pas de développements boursiers hors normes actuellement. Sur le marché des obligations, une correction des cours est intervenue également. Le seul secteur dans lequel un développement excessif est noté est celui de la liquidité bancaire. M3 s'est fortement dilaté en 2001 et 2002 sous l'influence de la baisse des taux et de l'aversion générale au risque. Toutefois, nous ne constatons pas d'expansion rapide du crédit bancaire, ni d'endettement excessif des ménages, signes avancés de développements malsains. Nous restons cependant vigilants car nous voulons éviter de créer des conditions qui déboucheraient, demain, sur de nouvelles difficultés.

4. Conclusion

Qu'attendre de la politique monétaire? A cette question nous ne pouvons qu'apporter une réponse de Normand: la politique monétaire peut beaucoup s'il s'agit d'assurer le maintien de la stabilité des prix dans la longue durée. Elle ne peut pas grand-chose en matière de réglage fin des cycles économiques.

Mais même cette réponse claire doit être remise en question: les actions apparemment bienfaites de la politique d'aujourd'hui peuvent être la source des problèmes de demain.

Tout ceci doit inciter les banquiers centraux à la prudence. Ils ne disposent pas du modèle exact de fonctionnement de leur économie. Ils ne sont qu'imparfaitement informés sur la conjoncture du moment et n'ont pas de boule de cristal leur indiquant de quoi l'avenir sera fait.

Mais la prudence n'est pas simplement le résultat d'une imparfaite connaissance des faits, elle est aussi la conséquence d'une compréhension limitée du rôle de la monnaie dans l'économie. La théorie économique avance, donnant peu à peu des éclairages nouveaux sur les relations entre les comportements humains et les équilibres macroéconomiques. Nos moyens d'investigation deviennent toujours plus sophistiqués et nous permettent des diagnostics de plus en plus complets. Mais beaucoup reste à faire car nous venons tout juste de sortir de l'ère du tâtonnement monétaire. Aussi je salue et j'encourage les efforts

déployés dans cet Institut et au CIMB pour faire progresser nos connaissances dans ces domaines. La bonne politique monétaire de demain dépend grandement de la bonne recherche d'aujourd'hui.