

**Politique monétaire 2000-2005:  
Qu'avons-nous appris?**

Exposé présenté par  
Jean-Pierre Roth  
Président de la Direction générale de la  
Banque nationale suisse

Université de Saint-Gall

le 18 janvier 2006

## **1. Introduction**

Il y a un peu plus de cinq ans, au début de l'année 2000, la Banque nationale optait pour un nouveau concept de politique monétaire. Elle abandonnait le contrôle des agrégats monétaires qu'elle avait pratiqué pendant 25 ans, une technique qui avait produit de bons résultats dans la lutte contre l'inflation, mais qui devenait moins fiable du fait des nouveautés intervenues sur les marchés financiers.

Comme la stratégie précédente, la stratégie mise en place en 2000 vise à préserver la stabilité des prix sur le moyen terme. L'objectif de l'action monétaire reste donc inchangé, mais les voies et moyens pour l'atteindre ont été adaptés aux circonstances. Mon exposé de ce soir présentera tout d'abord la logique de notre nouveau concept. Je mettrai ensuite en lumière les changements de l'environnement dans lequel est conduite notre politique monétaire, en particulier les conséquences de l'unification monétaire européenne et de la globalisation. Enfin, je tirerai de cette analyse des conclusions utiles à la mise en œuvre de notre politique.

## **2. Les éléments du concept mis en place en 2000**

Le concept mis en place en 2000 est plus sophistiqué que celui qu'avait adopté la BNS au moment du flottement du franc en 1973. Du contrôle des agrégats monétaires, elle est passée à une stratégie reposant sur trois éléments:

- une prévision d'inflation visant à guider l'action monétaire,
- une définition claire de la stabilité des prix,
- un recours au taux Libor à trois mois comme instrument de conduite.

### ***La prévision d'inflation***

La grande nouveauté de notre concept actuel réside dans l'établissement trimestriel d'une prévision d'inflation. A l'aide de différents modèles économétriques intégrant toutes les informations pertinentes du moment, la BNS estime quelle sera l'évolution de l'inflation au cours des trois prochaines années en supposant que la politique monétaire demeure inchangée. Cette prévision – communément appelée prévision conditionnelle – ne prétend pas indiquer au public quelle sera l'évolution effective des prix, comme on le croit souvent, mais comment se développerait le renchérissement si le niveau des taux d'intérêt – et donc le cours de la politique monétaire – devait ne plus varier à l'avenir. Une hypothèse peu réaliste, mais qui permet de bien mettre en lumière les conséquences à moyen terme

de la politique monétaire du moment. On doit se souvenir ici que les décisions monétaires d'aujourd'hui n'affectent la réalité des prix qu'après un délai d'ajustement relativement long et variable, en Suisse environ 3 ans en moyenne.

Par rapport au concept des années 1980 et 1990, la nouvelle approche est plus sophistiquée dans ce sens que, par le passé, seuls les agrégats monétaires étaient utilisés comme indicateurs du développement futur des prix, alors que, maintenant, toute une brassée d'indicateurs entrent dans nos appréciations. On y trouve évidemment des indicateurs monétaires, mais aussi le développement de la conjoncture internationale et celui de l'économie suisse. Nos méthodes d'estimation font appel aux techniques économétriques classiques comme aux plus avancées. Nous ne disposons donc pas de «black box», mais d'un véritable «portefeuille» de modèles. C'est sur cette base que nous établissons la prévision qui sera finalement publiée.

Le rôle essentiel de la prévision d'inflation est de donner à la BNS une boussole orientée sur le moyen terme, la mission de la Banque étant de préserver la stabilité des prix sur la durée et non pas de mois en mois. La prévision d'inflation nous permet ainsi d'avoir suffisamment de recul pour pouvoir définir une action préventive en faveur de la stabilité des prix. En matière monétaire, il est moins douloureux de prévenir que de guérir!

### ***La définition de la stabilité des prix***

Le second élément de notre nouveau concept est la définition de ce qui peut être considéré comme la stabilité des prix. La mesure de la stabilité des prix pose de nombreux problèmes statistiques et de définition: faut-il parler des prix à la production, des prix à la consommation, de l'inflation sous-jacente ou de l'évolution effective des prix? Comment tenir compte des changements de prix dus aux innovations technologiques, comment traiter les hausses d'impôts indirects? Nous nous sommes alignés sur la pratique internationale qui met l'accent sur les prix à la consommation et qui tolère une certaine augmentation pour tenir compte de la modification de la qualité des produits. Nous associons donc la stabilité des prix à une hausse de l'indice des prix à la consommation se situant entre 0% et 2%. Nous ne visons pas 2%, mais estimons simplement que notre mission est remplie si le rythme de la hausse se situe en dessous de 2%.

Cela dit, il est aussi important de souligner que notre objectif de stabilité des prix ne doit pas être atteint de mois en mois, mais sur le moyen terme. Il importe donc de voir l'inflation se situer tendanciuellement dans la fourchette allant de 0% à 2%, des

dépassements temporaires restant possibles. De toute façon, les instruments monétaires n'ont que peu d'influence sur le développement immédiat des prix.

Notre approche de la stabilité des prix nous laisse donc une marge importante d'appréciation. Nous ne voulons pas que notre action soit guidée par des considérations à court terme, mais par les développements à moyen terme. Notre prévision d'inflation nous le permet.

### ***L'utilisation du taux Libor à trois mois comme variable opérative***

La mise en œuvre concrète de la politique monétaire passe toujours par la gestion des liquidités du marché, liquidités qu'il s'agit de resserrer si la politique devient plus restrictive et de relâcher si, au contraire, la politique devient plus expansive. Pour ce faire, chaque banque centrale se donne une variable opérative indiquant le degré de liquidité du marché. Notre choix s'est porté sur le taux Libor à trois mois qui nous paraît être le plus représentatif de l'état du marché monétaire suisse. Nos décisions de politique monétaire se traduisent par la définition d'une marge de fluctuation dans laquelle nous pilotons le taux à trois mois en agissant quotidiennement sur le marché du franc suisse à l'aide d'opérations repos. En fait, nos opérations de crédit repos sont à plus courte échéance (généralement une semaine). Le taux à trois mois est déterminé librement par le marché interbancaire en fonction de son état effectif de liquidité et de ses anticipations.

### ***Quelle est la logique de notre concept?***

Notre concept est orienté sur les développements à moyen terme des prix. Les facteurs déclenchant les hausses de prix peuvent être d'origine réelle (évolution de l'output gap) ou monétaire (liquidité excessive en regard de la demande) et alimentés par des anticipations haussières. Comme les modèles d'équilibre général utilisés pour l'établissement de notre prévision d'inflation présupposent toujours un retour progressif à une situation d'utilisation complète des moyens de production, la prévision d'inflation prend typiquement une forme ascendante en période de relance et une forme descendante en période de restriction monétaire. Ce profil n'est pas surprenant, il nous indique qu'une politique monétaire expansive devra être corrigée si la situation économique se normalise, pour éviter un dérapage des prix. A l'inverse, une politique restrictive devra être relâchée lorsque l'économie se ralentit, si la déflation veut être évitée. Un des avantages de la publication d'une prévision d'inflation conditionnelle, comme celle de la BNS, est de présenter ces situations de manière totalement transparente.

### **3. Nos expériences depuis 2000**

Sur le plan des résultats, nos expériences avec le nouveau concept ont été positives: la stabilité des prix a été préservée et rien n'indique qu'elle soit menacée dans un proche avenir. Sur le plan de la communication, nos décisions de politique monétaire ont été généralement bien comprises et les marchés se montrent très confiants en notre capacité à maîtriser l'évolution future des prix.

Au fil des années, notre manière de raisonner dans le cadre du nouveau concept a toutefois évolué, et ce en raison de deux développements internationaux majeurs: l'intégration monétaire en Europe et la globalisation des flux économiques.

#### ***L'intégration monétaire européenne***

A la fin des années 1990, nous nous attendions à ce que l'arrivée de l'euro modifie fortement l'environnement du marché du franc suisse. Nous craignions à l'époque que le franc, privé de l'appui du Mark allemand, se trouve en première ligne face aux attaques spéculatives, notamment en cas de crise du dollar.

Dans la réalité, notre expérience a été bien différente de nos attentes. En effet, l'arrivée de l'euro a modifié profondément le fonctionnement du marché des changes, la monnaie européenne faisant contrepoids à la devise américaine. En cas de doute sur la valeur du dollar, l'euro s'apprécie, et inversement. Les «petites» monnaies sont alors largement oubliées par la spéculation. Ainsi, au cours des cinq dernières années, nous avons pu constater que la volatilité entre le franc et l'euro était inférieure à celle qui avait été être observée entre le franc et le mark allemand.

L'arrivée de l'euro a aussi bouleversé le paysage européen. En premier lieu, et c'est une évidence, les monnaies fragiles du passé ont disparu; l'Europe ne connaît plus de crises monétaires comme ce fut encore le cas dans les années nonante, crises qui furent souvent fort douloureuses pour l'économie suisse, notamment pour son secteur d'exportation.

Mais la disparition des monnaies nationales n'a pas que des effets positifs. Alors que la discipline monétaire règne maintenant sur le continent, on note une difficulté croissante à respecter les règles de discipline budgétaire. Les gouvernements nationaux, qui savaient par le passé que les marchés financiers pouvaient sanctionner durement un dérapage de leur politique macroéconomique, se sentent aujourd'hui libérés de cette contrainte et ont

moins de scrupules en matière de déficit budgétaire. Les bonnes résolutions qui avaient entouré la conclusion du Pacte de stabilité et de croissance semblent largement oubliées.

Ces cinq années nous ont aussi montré que la zone euro était plus hétérogène que ce que l'on imaginait. Des phénomènes de rattrapage ont engendré un taux d'inflation se situant aux alentours de la limite supérieure de la définition de la stabilité des prix de la Banque centrale européenne (BCE) (0%-2% comme en Suisse). En dépit de la monnaie commune, les taux d'inflation et les conjonctures nationales ont divergé fortement. Les décisions de la BCE n'en sont que plus difficiles à prendre et déclenchent de fortes réactions négatives de la part des milieux politiques.

### ***La globalisation des flux économiques***

Au niveau mondial, le fait le plus marquant des dernières années a été le décollage des pays émergents d'Asie et l'arrivée de la Chine dans le cercle des puissances économiques de dimension mondiale. L'Europe n'est pas en reste avec le développement soutenu des économies de l'Est européen.

La globalisation des marchés, entraînée par le développement des transports et des communications, est une réalité pour les consommateurs comme pour les producteurs. Ces derniers n'hésitent pas à délocaliser une partie de leur production en vue d'abaisser leurs coûts. La Suisse, pays traditionnellement bien implanté sur les marchés extérieurs, a su bénéficier de cette évolution: on compte aujourd'hui 1,8 million de personnes travaillant dans des entreprises suisses situées à l'étranger, alors que notre pays ne recense que 4 millions de places de travail sur son territoire. De son côté, l'ouverture des marchés aux produits étrangers attise la concurrence intérieure et permet aux consommateurs de bénéficier des prix les plus bas. Ainsi constate-t-on en Suisse que l'indice des prix des biens importés (sans les produits énergétiques) a baissé de 2,7% au cours des cinq dernières années (2000 = 100,12; 2005 = 97,41).

La pression de la concurrence s'est aussi exercée sur les produits domestiques dont le renchérissement ne cesse de fléchir depuis 2001. Ici, les seuls sous-indices montrant un certain renchérissement sont ceux des marchés où ne règne que peu de concurrence (prix administrés; logement). En fin de compte, il semble que les mesures prises ces dernières années en vue de flexibiliser notre économie en l'ouvrant à davantage de concurrence commencent maintenant à porter leurs fruits et que l'image d'île de cherté qui était associée à la Suisse se corrige peu à peu.

Le revers de la médaille de cette économie mondiale dynamique, notamment des pays gourmands en énergie, est la montée des prix des matières premières. Cette dernière a été la cause principale de l'augmentation des prix à la consommation dans notre pays ces deux dernières années. Sans la poussée des prix du pétrole, notre inflation se serait située entre 0% et 0,5%, toute chose égale par ailleurs, évidemment.

Un autre indice de la concurrence accrue est la modération des pressions salariales. Dans de nombreux pays, le taux de chômage reste relativement élevé. En dépit d'une flexibilisation accrue du marché du travail, les entreprises privilégient les progrès de productivité aux nouvelles embauches. Les hausses de coût demeurent modérées, et si elles se manifestent, comme dans le cas du pétrole, elles sont absorbées par des progrès de productivité plutôt que par des reports sur les consommateurs.

Avec la globalisation, nous observons donc une modification des mécanismes de fixation des prix. La concurrence des produits des pays émergents entraîne des baisses des prix à l'importation, la croissance rapide de l'économie mondiale provoque une hausse des prix des matières premières, la pression accrue de la concurrence limite la capacité des entreprises à reporter sur les consommateurs leurs hausses de coûts. Ces modifications structurelles ont transformé le cadre dans lequel s'inscrit la politique monétaire.

#### **4. Les enseignements pour la politique monétaire**

Dans quelle mesure les modifications de l'environnement international ont-elles une influence sur l'application de notre concept de politique monétaire? Je tire six enseignements principaux:

- a) En premier lieu, l'apparition de l'euro a contribué à diminuer la volatilité du franc. Ce dernier réagit moins aux mouvements spéculatifs que par le passé. C'est une bonne nouvelle pour l'économie suisse, c'est aussi une bonne nouvelle pour la Banque nationale qui craint moins que ses décisions de politique monétaire ne provoquent des réactions peu rationnelles du franc. Comme le franc «colle» mieux à ses fondamentaux, la BNS peut appliquer aujourd'hui son concept de politique monétaire avec une conviction renforcée.
- b) En deuxième lieu, nous constatons que la décision monétaire dans la zone euro s'inscrit dans un cadre plus complexe et hétérogène qu'en Suisse. D'une part, les situations économiques nationales peuvent diverger fortement; d'autre part, les mécanismes de décision des 18 membres du Conseil de la BCE sont plus lourds que ceux des trois membres de notre Direction générale. De plus, les interactions avec la

politique sont plus complexes, entre la BCE et l'Euro-Groupe, qu'entre la BNS et les autorités de notre pays. Dans un tel environnement, il n'est pas surprenant que la BCE ne prenne ses décisions que sur la base de faits avérés, plus que dans la perspective d'évolutions futures. La politique de la Banque nationale peut, en revanche, prendre un tour plus préventif – en s'articulant autour d'une prévision d'inflation – que celle de la BCE. Ainsi, au cours des cinq dernières années, la BNS a baissé plus rapidement, et plus fortement, les taux d'intérêt que la BCE. En conséquence, elle fut aussi la première à commencer à relever les taux en 2004. Attendre que la BCE agisse serait pour nous une erreur; nous pouvons – et nous devons – mettre en œuvre notre politique en fonction des besoins de l'économie suisse. Par ailleurs, le fait que ces profils temporels différents des politiques monétaires n'aient pas provoqué de mouvements du cours du franc face à l'euro montre que les marchés comprennent très bien que la BCE et la BNS agissent dans des environnements quelque peu différents.

- c) L'évolution de l'environnement européen nous montre aussi que des risques potentiels importants sont toujours présents: l'inflation de la zone euro est supérieure à la nôtre depuis de nombreuses années; certains pays connaissent même des taux relativement élevés accompagnés d'une possible bulle immobilière. De plus, la discipline budgétaire peine à s'imposer, ce qui est particulièrement inquiétant alors que tous les pays industrialisés vont être confrontés à des difficultés financières en raison du vieillissement de leur population. Tous ces facteurs nous indiquent que des sources de tensions existent qui pourraient perturber le marché financier européen au cours des prochaines années et compromettre la remarquable stabilité du cours du franc face à l'euro. Ces cinq années de stabilité ne doivent pas faire oublier à nos entreprises que le risque de change existe et que des stratégies appropriées de *hedging* doivent être appliquées même par temps calme.
- d) Nous constatons également que la globalisation a modifié la dynamique des ajustements des prix. Notre indice des prix reflète aujourd'hui davantage des modifications de prix relatifs, entraînées par des ajustements structurels, qu'une tendance fondamentale de hausse de tous les prix. Le terme d'«inflation» doit donc être utilisé avec prudence. L'inflation que nous observons aujourd'hui est la résultante statistique de prix qui montent ou baissent, cela quelquefois de manière un peu aléatoire. Ainsi notre «inflation» en 2005 a été largement d'origine pétrolière: sans les hausses des prix du pétrole, l'indice des prix à la consommation aurait quasiment stagné. Une fois l'effet pétrole disparu en 2006, nous nous attendons à un nouveau



fléchissement du rythme de la hausse de l'indice. Cette situation fait de l'inflation actuelle un phénomène bien différent de l'inflation des années 1980 et 1990. Le fait que la politique expansive appliquée depuis 2001 n'ait pas eu d'impact visible sur la hausse des prix en est une démonstration.

Ces réflexions nous incitent à interpréter les résultats de nos prévisions d'inflation avec grande prudence. Les paramètres de ces prévisions sont forcément estimés à l'aide des observations des réalités inflationnistes passées. Si ces dernières ne sont plus transposables dans notre environnement actuel, nos modèles auraient tendance à surestimer les pressions inflationnistes futures.

Il se peut aussi que les phénomènes inflationnistes n'aient pas disparu aujourd'hui, mais qu'ils soient simplement masqués temporairement par les ajustements de prix relatifs susmentionnés. Les excès de liquidité ne déclencheraient plus systématiquement une réaction des prix à la consommation grâce aux effets de la concurrence accrue sur les marchés des biens et le marché du travail, mais ils provoqueraient une réaction d'autres prix. C'est pourquoi un regard attentif doit être porté sur l'évolution des actifs financiers et de l'immobilier, marchés qui échappent en grande partie aux ajustements structurels que l'on observe dans le marché des biens.

- e) Les incertitudes qui entourent la nature de l'inflation actuelle nous montrent que notre définition de la stabilité des prix – une hausse de l'indice des prix inférieure à 2% – est particulièrement appropriée. Se fixer un objectif ponctuel (par exemple 2%), comme le font certaines banques centrales, serait une erreur; vouloir neutraliser les conséquences sur l'indice des prix d'un regain de concurrence sur les marchés des biens serait contre-indiqué. Grâce à la globalisation, il se peut que notre taux d'inflation reste durablement inférieur à 2% sans qu'aucune faiblesse de la demande puisse être observée. Les taux d'inflation relativement bas que nous observons maintenant depuis plusieurs années ne sont pas le reflet d'une politique passée exagérément restrictive et ne nous inquiètent donc pas particulièrement.
- f) La globalisation des marchés des biens a conduit à un ralentissement de la hausse des prix. La baisse générale de l'inflation a renforcé la crédibilité des banques centrales et a ancré solidement les anticipations. Les marchés s'attendent aujourd'hui à moins d'inflation et à une inflation moins volatile que par le passé. Cette évolution nous laisse entrevoir que le niveau d'équilibre des taux d'intérêt nominaux pourrait être maintenant inférieur à ce qu'il était dans la décennie passée. Il n'est pas exclu non plus que nous soyons entrés dans une phase de taux d'intérêt réels plus bas. Cette

dernière interrogation reste cependant très hypothétique. Néanmoins, nous devons demeurer très critiques à l'égard de toute estimation du niveau «normal» des taux d'intérêt car les expériences historiques ne peuvent guère nous guider dans ce domaine.

## **5. Conclusion**

Ces réflexions m'indiquent que le concept de politique monétaire adopté par la Banque nationale en 2000 reste pleinement adapté à l'environnement actuel. L'utilisation d'une prévision d'inflation assure une grande transparence à notre politique et nous oblige d'agir préventivement en mesurant notre action à l'évolution future des prix. Le cadre créé à l'époque est suffisamment souple pour pouvoir être utilisé dans des environnements changeants.

En effet, l'expérience de ces cinq dernières années, à laquelle s'ajoutent aussi les transformations structurelles entraînées par l'unification monétaire européenne et la globalisation des marchés, nous incitent à opérer d'une manière un peu différente de celle que nous envisagions à la fin des années 1990. L'unification monétaire européenne a donné au franc un profil financier moins accusé, sans pour autant lui faire perdre son identité, augmentant ainsi la marge de manœuvre politique de la Banque nationale. La globalisation a intensifié la concurrence et modéré le rythme de l'augmentation des prix. Les bas taux d'inflation que nous connaissons depuis de nombreuses années sont certainement inférieurs à ceux que nous imaginions comme «normaux» au cours des décennies passées. Comme notre inflation est inférieure à celle des pays voisins et que le franc est resté relativement stable, les écarts de prix entre la Suisse et l'étranger se sont en partie atténués. Le bas niveau d'inflation que nous connaissons aujourd'hui n'est pas le résultat d'une faiblesse de la demande globale. Nous sommes dans une période où une inflation nettement inférieure à 2% n'est pas une source d'inquiétude.

Certaines des idées qui étaient les nôtres à la fin des années 1990 doivent donc être révisées. Mais ces changements ne demandent pas de modification de notre concept actuel de politique monétaire. En particulier, son orientation sur les développements à moyen terme des prix reste la clé de notre stratégie. Toutefois, le nouvel environnement international et les modifications structurelles intervenues entraînent maintenant une pesée différente des risques et des incertitudes.

Une nouvelle fois, la démonstration est faite que la politique monétaire relève autant de l'art que de la science!