

Embargo: Mercredi 28 novembre 2007, 10h15

Stratégie de politique monétaire

Expériences récentes en Suisse

Exposé de

Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale

de la Banque nationale suisse

Séminaire de théorie et politique monétaires, Université de Fribourg

28 novembre 2007

C'est avec grand plaisir que je reviens à Fribourg vous parler de politique monétaire. J'ai choisi pour thème, cette année, les expériences que nous avons faites avec notre stratégie. Comme vous le savez, la Banque nationale suisse (BNS) a réformé en profondeur sa stratégie de politique monétaire en janvier 2000, après 25 ans de pratique basée sur des cibles monétaires quantitatives.

Pour commencer mon exposé, je présenterai brièvement le cadre légal dans lequel nous opérons aujourd'hui. Je continuerai avec une description de la stratégie actuelle, puis m'arrêterai sur quelques questions qui sont abondamment discutées dans les milieux académiques ainsi qu'au sein des banques centrales. Je pense ici à la publication éventuelle d'un sentier d'évolution des taux d'intérêt futurs, au rôle donné au cours de change et aux agrégats monétaires dans une stratégie de politique monétaire comme la nôtre ou encore aux difficultés liées à la publication des procès-verbaux des prises de décision monétaire. Quelques conclusions et enseignements termineront ma présentation.

Le cadre légal: une politique indépendante visant la stabilité des prix

La BNS conduit sa politique monétaire dans le cadre du mandat, défini à l'art. 99 al. 2 de la Constitution fédérale, entrée en vigueur en janvier 2000, selon lequel «en sa qualité de banque centrale indépendante, la BNS mène une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays». Bien que ce mandat n'assigne qu'une mission assez vague à la politique monétaire, deux points importants méritent d'être relevés: la Constitution mentionne la notion d'intérêt général du pays et l'indépendance de la BNS.

La notion d'intérêt général du pays indique que la politique monétaire doit assurer à l'ensemble de l'économie un cadre monétaire optimal. Cette idée apparaît dans le message du Conseil fédéral concernant la révision de la loi sur la Banque nationale (LBN).¹ Il est en effet noté «que la BNS doit axer sa politique monétaire sur les besoins de l'économie

¹ Message concernant la révision de la loi sur la Banque nationale du 26 juin 2002 (02.050, p. 5731, FF 40).

helvétique dans son ensemble et n'a pas à tenir compte des difficultés rencontrées par des régions ou des branches particulières».

La LBN, en vigueur depuis le 1^{er} mai 2004 à la suite de la révision constitutionnelle, précise encore plus clairement la notion d'intérêt général. A l'art. 5 nous pouvons lire que «la Banque nationale conduit la politique monétaire dans l'intérêt général du pays. Elle assure la stabilité des prix. Ce faisant, elle tient compte de l'évolution de la conjoncture». De plus, la loi précise à l'art. 6 ce qu'il faut entendre par indépendance. Dans l'accomplissement de ses tâches, «la Banque nationale et les membres de ses organes ne peuvent ni solliciter ni accepter d'instructions du Conseil fédéral, de l'Assemblée fédérale ou d'autres organismes». Très clairement, la conduite de la politique monétaire est du seul ressort de la BNS.

Le législateur a donc été ambitieux en définissant avec précision l'indépendance de l'institut d'émission, ce qui n'est pas souvent le cas dans d'autres pays. Par contre, en ce qui concerne le mandat de politique monétaire, il a été plus traditionnel en indiquant clairement que l'objectif ultime de la politique monétaire est d'assurer la stabilité des prix, et très réaliste en mentionnant explicitement que cet objectif doit être rempli en tenant compte de l'évolution conjoncturelle.

Ceci dit, ces nouveaux textes représentent plus une révolution juridique qu'une révolution monétaire. La préservation de la stabilité des prix était déjà, dans les faits, une caractéristique de la politique monétaire suisse, notamment depuis 1973, lorsque la BNS a pu commencer à mettre en œuvre une politique autonome grâce au flottement du franc.

Quelles sont nos options dans l'exécution de ce mandat?

Une des constantes de l'histoire de la politique de la Banque nationale a été la recherche et l'application de règles de conduite monétaire, ce qu'on nomme aujourd'hui «stratégie». Afin d'être efficace, une stratégie doit être claire, c'est-à-dire transparente et compréhensible, et permettre le contrôle de l'action de la banque centrale par un large public. Par large public

j'entends non seulement les spécialistes qui opèrent dans les marchés financiers et les milieux académiques, mais aussi les médias, les entreprises et les ménages.

En appliquant une stratégie claire, une banque centrale se donne des règles de comportement rationnel, ce qui contribue à sa crédibilité, à sa capacité d'influencer les variables-clés de l'économie (taux d'intérêt, taux de change, conjoncture, renchérissement) et les anticipations du public qui y sont rattachées.

Lorsqu'elle a abandonné les règles d'intervention sur le marché des changes, en 1973, la Banque nationale a rompu avec la stratégie de change fixe qu'elle appliquait depuis sa création en 1907. Elle a donc dû redéfinir son mode d'action. Ce fut fait par l'adoption d'une stratégie d'inspiration monétariste selon laquelle la politique monétaire devait être guidée par un objectif prédéfini de croissance d'un agrégat monétaire. Cet objectif a été d'abord annuel, jusqu'à la fin des années quatre-vingt, puis pluriannuel jusqu'à la fin des années nonante, époque à laquelle une réforme en profondeur s'est avérée nécessaire. En effet, les innovations financières et les modifications des habitudes de paiement – notamment l'utilisation plus fréquente des cartes de débit et de crédit – avaient eu pour conséquence d'affaiblir les qualités d'indicateur de la masse monétaire. Une nouvelle stratégie fut alors élaborée, plus complexe, qui repose sur une prévision d'inflation établie à l'issue d'une analyse globale de la situation économique et monétaire.

Cette transition d'une stratégie monétariste traditionnelle à une stratégie plus sophistiquée correspond aussi à un bond dans les techniques d'estimation et de simulation, bond qui a été facilité par les progrès accomplis dans l'analyse économique et monétaire des dernières décennies ainsi que par le développement fantastique des moyens électroniques de calcul. L'informatique permet aujourd'hui de simuler des modèles complexes directement sur la place de travail de chaque collaborateur ou sur un ordinateur portable.

La stratégie actuelle de politique monétaire de la BNS

La stratégie actuelle de la BNS repose sur trois éléments:

- une définition de la stabilité des prix;
- une prévision d'inflation comme indicateur principal servant à fonder les décisions de politique monétaire;
- une marge de fluctuation assignée à un taux d'intérêt de court terme comme objectif opérationnel, le Libor (*London interbank offered rate*) à trois mois en francs suisses.

Permettez-moi de les passer en revue.

1^{er} élément de la stratégie: la définition de la stabilité des prix

La nouvelle stratégie demande que la BNS précise ce qu'elle entend par stabilité des prix. En effet, en abandonnant les objectifs monétaires quantitatifs, la BNS renonçait du même coup à la notion de «taux de renchérissement normal» qu'elle incluait toujours dans le calcul de l'objectif de croissance monétaire. Il lui fallut alors préciser ce qu'elle comprenait par «stabilité des prix», et ceci pour trois raisons:

- pour créer une ancre nominale assurant l'orientation à moyen terme de la politique monétaire,
- pour permettre une mesure des performances de la politique monétaire et, finalement,
- pour guider et stabiliser les anticipations inflationnistes du public en général et des marchés monétaires et financiers en particulier.

La définition adoptée est relativement simple: nous considérons que les prix sont stables lorsque l'indice des prix à la consommation (IPC) croît à un rythme annuel inférieur à 2% à moyen terme. Cette définition est proche de celle de la Banque centrale européenne (BCE), mais son interprétation diffère quelque peu de la pratique européenne. Nous sommes satisfaits avec n'importe quel taux de renchérissement non négatif inférieur à 2%, c'est-à-dire que nous n'entreprenons pas d'action correctrice lorsque l'inflation attendue se situe entre 0% et 2%. Nous ne visons donc pas un taux d'inflation précis comme objectif. Si la BCE ne vise pas non plus un objectif déterminé, elle n'est toutefois satisfaite que lorsque l'inflation est proche de 2% (*close to two*).

De plus, notre définition, comme celle de la BCE, ne contient pas explicitement de borne inférieure. Ceci dit, nous avons déclaré à maintes reprises que nous ne sommes pas prêts à tolérer une situation de déflation. La déflation est un mal qui doit être combattu aussi vigoureusement que l'inflation.

Pourquoi un plafond à 2% et non pas rechercher la stabilité parfaite des prix avec un taux de renchérissement nul? Parce que notre définition de la stabilité des prix veut tenir compte des biais de mesure de l'IPC. Ces biais proviennent par exemple de l'apparition de nouveaux produits ou de changements dans la qualité des produits existants. On estime que ces biais provoquent une croissance incompressible de l'IPC de l'ordre de 0,5% par an. Par conséquent, définir la stabilité des prix comme une croissance nulle de l'IPC reviendrait à accepter, en fait, une situation déflationniste quasi permanente.

Pourquoi définir une bande de 0% à 2% et non pas viser 1%, le centre de cette fourchette? Tout simplement parce qu'il est illusoire de croire que la politique monétaire est capable de piloter le taux d'inflation avec précision. En effet, de trop nombreuses incertitudes entourent aussi bien l'origine et la durée des chocs frappant l'économie que les mécanismes de transmission, les délais et l'impact de la politique monétaire sur la conjoncture et les prix. Et ceci est particulièrement vrai pour une petite économie largement ouverte comme l'est celle de la Suisse. Viser 1% nous pousserait à un activisme monétaire inutile.

Certaines banques centrales ne repèrent pas leur action à l'aide de l'IPC mais recourent à une définition de l'inflation sous-jacente qui exclut a priori les prix de certains produits. Nous y avons renoncé. A notre avis, la stabilité des prix doit être mesurée à l'aune d'un indice comprenant tous les biens et services qui importent au public en général et aux consommateurs en particulier. En effet, nous considérons que tout «nettoyage» d'indice, selon une méthode ou une autre afin de faire apparaître un taux d'inflation sous-jacente, est plus ou moins arbitraire, donc critiquable. Nous acceptons donc la possibilité que la volatilité à court terme de l'inflation provoque de temps à autre des écarts par rapport à la définition de la stabilité des prix. De telles situations ne nous inquiètent pas si, sur le moyen terme, l'inflation retourne dans la zone cible allant de 0% à 2%. Une telle approche nous permet de surmonter les difficultés posées par des changements rapides, saisonniers ou aléatoires, de certains prix, sans devoir recourir au calcul d'un taux d'inflation sous-jacente.

2^e élément de la stratégie: la prévision d'inflation

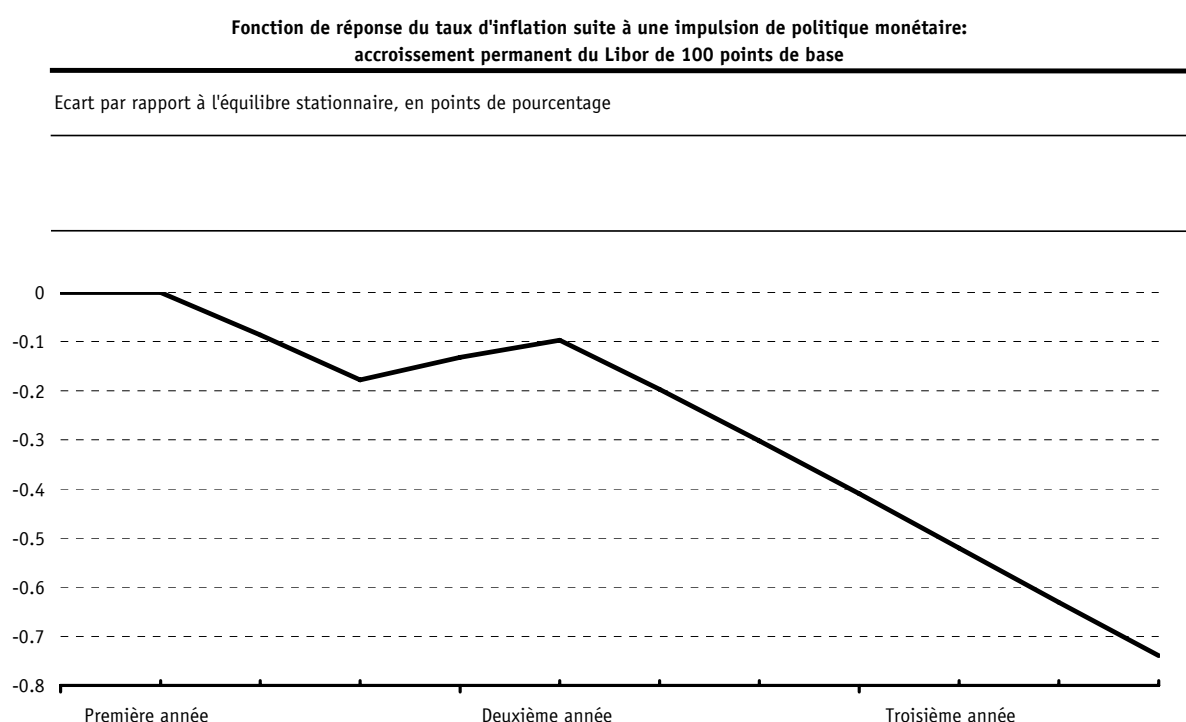
Chaque trimestre, les économistes de la BNS établissent une prévision d'inflation. Celle-ci joue un double rôle dans notre stratégie: en premier lieu, elle sert d'aide à la prise de décision en matière de taux d'intérêt; en second lieu, elle est un facteur important de notre politique de communication car elle véhicule des informations sur les besoins futurs d'ajustement des taux d'intérêt.

L'aide à la décision de politique monétaire

Il est connu que les décisions monétaires doivent être prises en fonction des développements attendus de l'économie, particulièrement des prix, et non pas sur la base des événements du moment. La raison est qu'une modification des taux d'intérêt n'affecte l'économie et l'inflation qu'avec des retards longs et variables. En Suisse, on estime qu'une

modification des taux d'intérêt de court terme influence la conjoncture dans un délai d'un à deux ans et le renchérissement dans un délai de deux à quatre ans.

Graphique 1



On peut visualiser ces retards à l'aide d'un graphique présentant la réaction du renchérissement à une variation donnée des taux d'intérêt de court terme. Le graphique 1 montre la réaction temporelle du renchérissement dans un modèle structurel de l'économie suisse. On y voit qu'une augmentation d'un point de pourcentage du Libor provoque, toute chose étant égale par ailleurs, au cours des deux premiers trimestres, une légère diminution du renchérissement due à un ralentissement de la progression des prix des biens importés entraîné par l'appréciation du franc, elle-même fruit de l'augmentation du Libor. Puis, durant les deux trimestres suivants, on observe une reprise de l'inflation en raison de l'indexation quasi-automatique des loyers aux taux hypothécaires. Enfin, deux ans après le choc, les effets restrictifs se développent de manière plus graduelle. La hausse du Libor et

des taux longs ainsi que le franc plus fort provoquent une diminution régulière de la demande globale de biens et services et de l'activité économique, réduisant ainsi les pressions inflationnistes. En conclusion, l'effet sur le renchérissement de la hausse initiale du Libor atteint son maximum au terme d'une phase d'ajustement qui aura duré trois à quatre ans.

Cette réaction étalée dans le temps a des implications importantes pour la politique monétaire: il ne sert à rien de réagir à l'évolution actuelle de l'inflation, car une modification de taux, aujourd'hui, n'aura d'effets sur le renchérissement que plus tard. Force est de constater qu'une banque centrale qui adopterait un tel comportement courrait le risque d'aggraver la situation en agissant à contre-courant (de manière pro-cyclique) et en accentuant précisément l'instabilité qu'elle voudrait combattre. Nous sommes tout à fait conscients de ce risque et c'est pour cela que nous recourons à une prévision d'inflation pour guider nos décisions monétaires. Nous n'agissons que lorsque l'inflation prévue à moyen terme excède durablement ou menace d'excéder tendanciellement 2% ou bien si le taux de variation de l'IPC a tendance à devenir négatif.

Comment la prévision d'inflation est-elle établie? De manière consensuelle, soit à partir d'un portefeuille de modèles et d'une pléiade d'indicateurs et non pas à l'aide d'un modèle unique. Cette procédure minimise les risques que fait courir notre connaissance imparfaite, en théorie et en pratique, de la transmission des impulsions de politique monétaire. L'importance relative des différents modèles et indicateurs peut varier d'un trimestre à l'autre. Ceci permet de considérer au mieux le contexte conjoncturel et les avantages comparatifs des modèles et des indicateurs. Sur une courte période (moins d'un an), les prévisions des modèles de séries temporelles (ARIMA, VAR) ainsi que le cours de change, le prix du pétrole et des indicateurs comme la règle de Taylor ou l'Indice des conditions monétaires influencent la prévision d'inflation de manière déterminante. Sur une plus longue période (deux à trois ans), l'évolution de la conjoncture, des agrégats monétaires et des crédits, telle que prédite par les modèles structurels, imprègne le plus la prévision. Il

est évident qu'au cours de cette procédure, le jugement de valeur des experts joue un rôle crucial. Nous n'avons donc pas de boîte noire!

Ainsi, la prévision d'inflation n'est qu'un indicateur, certes majeur, qui ne saurait dicter les décisions à prendre. En effet, lorsque notre Direction générale prend ses décisions en matière de taux d'intérêt, elle ne réagit pas mécaniquement à la prévision d'inflation, quelle qu'elle soit. Son appréciation globale de la situation, sa perception des risques, de leur importance et de leur orientation, sont déterminantes.

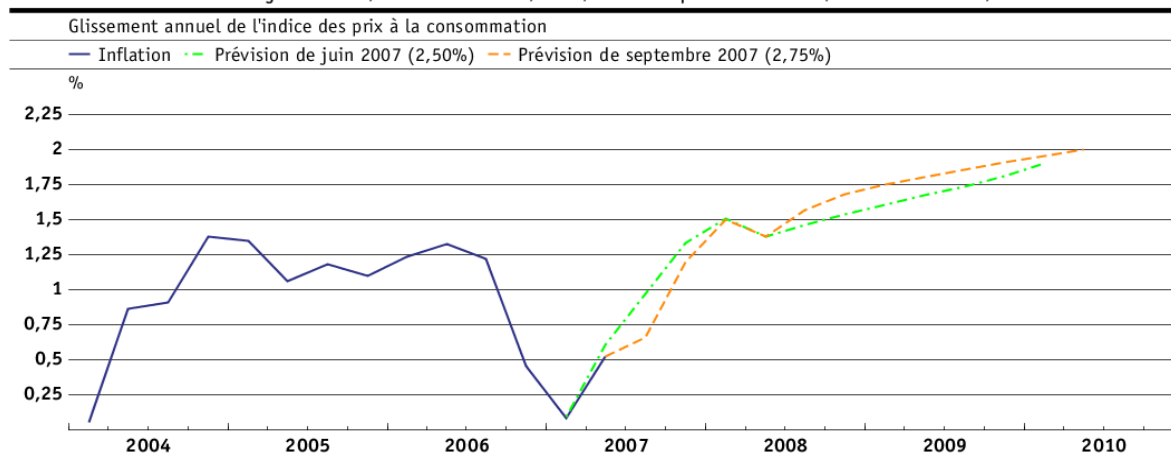
L'instrument de communication

La prévision d'inflation n'est pas qu'une aide à la décision, elle est aussi un élément essentiel de notre politique de communication. Jusqu'en 2002, nous n'avons publié que deux prévisions d'inflation par an, que nous commentions à l'occasion de nos conférences de presse semestrielles. Depuis 2003, la prévision d'inflation est associée étroitement à chaque examen trimestriel de la situation et nous la publions ainsi tous les trois mois. La transparence des éléments ayant fondé la décision de politique monétaire est ainsi continuellement assurée.

Comme étudiants, vous savez qu'une prévision est forcément entachée d'incertitude. Or, incertitude et communication efficace font difficilement bon ménage! Aussi avons-nous décidé de publier un graphique ne présentant pas un corridor de l'évolution future probable du renchérissement, comme cela aurait été statistiquement correct, mais simplement une courbe. Nous savons que notre prévision comporte un degré croissant d'incertitude au fur et à mesure que l'horizon prévisionnel s'éloigne, mais pour simplifier la communication nous ne publions que la valeur la plus probable (voir graphique 2). Pour permettre de bien saisir les retards dans les ajustements de prix, notre prévision d'inflation s'étend sur un horizon de trois ans.

Graphique 2

Prévisions d'inflation de juin 2007, avec Libor à 2,50%, et de septembre 2007, avec Libor à 2,75%



Pour apprécier la signification de la prévision d'inflation, il est indispensable de comprendre quelles sont les hypothèses retenues pour son établissement. Tout d'abord, la construction de la courbe fait appel à un scénario de développement de l'économie internationale (conjuncture aux Etats-Unis, en Europe et en Asie, actions des principales banques centrales et évolution des prix des matières premières et des changes). Ici, nous n'avons pas de boule de cristal, nous procédons à des estimations internes, recourons aux estimations extérieures ou tirons des informations des marchés. La seconde hypothèse qui est faite tient à notre politique monétaire. Certes, la prévision d'inflation tient compte de notre dernière décision en matière de taux d'intérêt, mais à partir de là, il est supposé que la politique monétaire reste inchangée durant toute la période de prévision. C'est une hypothèse irréaliste, mais qui permet néanmoins de faire apparaître les conséquences à long terme de la politique appliquée au moment de l'établissement de la prévision.

Ce dernier point est important, car il permet au public et aux marchés d'anticiper les conséquences possibles d'une politique monétaire inchangée, donc d'imaginer quel sera le cours futur de la politique monétaire. En effet, si l'inflation à la fin de l'horizon se situe dans la zone 0%–2% et si elle ne montre aucune tendance à la hausse ou à la baisse, la prévision ne laisse pas entrevoir une variation prochaine des taux d'intérêt. Par contre, si la prévision viole la définition de la stabilité des prix et/ou montre une tendance nette à la

hausse ou à la baisse, le public peut en déduire un besoin d'adaptation future des taux d'intérêt. Ces informations sont importantes, car elles permettent d'anticiper le cours ultérieur de la politique monétaire, donc une anticipation rationnelle des taux d'intérêt futurs.

3^e élément de la stratégie: la marge de fluctuation du Libor

La BNS fixe et annonce une marge de fluctuation assignée à un taux d'intérêt de court terme: le Libor à trois mois en francs suisses. Cette marge sert d'objectif opérationnel. Sa position – la décision de politique monétaire – est discutée chaque trimestre lors de l'examen de la situation économique et monétaire. De plus, la Direction générale a la possibilité de l'adapter en tout temps si des circonstances particulières l'exigent.

Le Libor est le taux d'intérêt qu'un débiteur de premier ordre paie pour un crédit en blanc sur le marché monétaire. Il est fixé quotidiennement pour différentes monnaies par la *British Bankers' Association* (BBA) sur la base des taux de dépôt (cours d'offre) des banques participant à sa détermination. La BBA sélectionne ces banques en fonction de leur réputation, de leur expérience et de leur solvabilité. La fixation du Libor en francs suisses se fonde sur les taux d'intérêt de 12 banques; les trois taux les plus élevés et les trois les plus bas sont exclus de la moyenne.

Le Libor n'est pas fixé par la BNS, ce n'est pas un «taux directeur» mais un taux reflétant les forces du marché, sa liquidité et l'appréciation des risques interbancaires, facteurs qui varient de jour en jour. Il est donc nécessaire de définir une marge de fluctuation pour empêcher que ces variations, notamment celles de faible ampleur, ne soient interprétées comme des changements de cap de la politique monétaire ou ne conduisent à un activisme monétaire inapproprié. La largeur de la marge a été fixée à 100 points de base. Cette marge est suffisante pour absorber des chocs mineurs, des changements d'anticipations ou de perception des risques par les marchés sans qu'une modification de politique monétaire ne soit nécessaire.

Parallèlement à la communication de la marge de fluctuation du Libor, la BNS indique la zone à l'intérieur de la bande où elle espère voir le Libor se stabiliser. En général, la zone médiane est retenue.

Comment influençons-nous le Libor? Nous le faisons en ajustant les conditions de nos crédits aux banques, plus particulièrement celles de nos pensions de titres, appelées dans le jargon professionnel *repos*. L'échéance de ces opérations varie d'un jour à trois semaines, mais la plupart sont effectuées pour une semaine. Bien qu'exceptionnelle, une échéance supérieure à trois semaines est aussi concevable. Nous avons récemment mené une opération à trois mois afin d'apaiser les tensions provoquées par les turbulences financières d'août dernier.

La question de la transparence

Comme je l'ai souligné auparavant, la transparence est une qualité indispensable à une politique monétaire efficace. En effet, les décisions de politique monétaire influencent directement les taux d'intérêt, les cours de change et les variables réelles et monétaires, mais également indirectement par l'intermédiaire des anticipations que forment les agents économiques quant à l'évolution future de ces variables.

Dans un souci de transparence, la BNS utilise plusieurs moyens de communication:

Tout d'abord, la prévision d'inflation est publiée, ce qui donne au public le moyen d'apprécier les perspectives du moment. Ensuite, un communiqué accompagne chaque publication, comme toute décision de politique monétaire d'ailleurs. La BNS y commente son appréciation de la situation, présente sa décision du jour et la version actualisée de la prévision d'inflation. Une analyse plus détaillée de l'examen trimestriel est ensuite publiée dans un «Rapport sur la politique monétaire» inséré dans le Bulletin trimestriel de la Banque. De plus, la BNS adresse chaque année au Parlement un rapport explicatif de sa politique monétaire. Enfin, elle publie des articles scientifiques décrivant les modèles qu'elle

utilise pour établir sa prévision d'inflation et, comme aujourd'hui, les membres de sa Direction générale prononcent des discours expliquant sa stratégie et ses décisions. La transparence est donc assurée vis-à-vis de tous les cercles concernés.

Points de divergence

De manière générale, la stratégie monétaire de la Banque nationale correspond au code de *best practice* des banques centrales des pays développés. Toutefois, des différences subsistent, différences résultant de choix délibérés qui font souvent l'objet de discussions dans les milieux académiques. Permettez-moi de passer en revue les principaux points de divergence.

La nature de la prévision d'inflation

Pourquoi la Banque nationale publie-t-elle une prévision d'inflation faisant l'hypothèse d'une politique monétaire inchangée à l'avenir et non pas un sentier de l'évolution future des taux d'intérêt? Dans le premier cas, la prévision d'inflation n'est pas réaliste, car elle suppose que la BNS va rester inactive pendant trois ans et, dans le second cas, l'information peut être trompeuse, car des chocs inattendus provoqueront forcément des écarts entre le chemin annoncé des taux et celui qui sera effectivement suivi à moyen terme.

C'est une question épineuse. Il est vrai que certains arguments théoriques plaident pour la transparence totale qu'assure la publication d'un sentier de taux d'intérêt. En revanche, de nombreux éléments, notamment d'ordre pratique, relativisent nettement la praticabilité d'une telle stratégie.

Certaines banques centrales, à l'instar de la Banque de Nouvelle-Zélande et plus récemment celle de Norvège, publient un sentier de taux d'intérêt futurs. Ce sentier montre quelle est l'évolution des taux qui permettra le respect de l'objectif d'inflation. Les académiciens pensent que cette stratégie est préférable, car elle indique aux agents économiques le sentier des taux d'intérêt futurs et pas seulement le taux d'intérêt qui vient d'être décidé et publié par la banque centrale.

Publier le sentier des taux d'intérêt futurs est en effet approprié, lorsqu'on suppose que les agents économiques se comportent de manière rationnelle et optimisent de manière inter-temporelle en considérant à chaque instant non seulement leur situation présente mais également celle de demain et d'après-demain. Leurs décisions dépendent donc de la politique actuelle de la banque centrale, mais également de toutes ses étapes futures. Cette vision théorique des choses requiert alors la publication d'un sentier de taux.

Un tel contexte implique aussi qu'une prévision d'inflation à taux d'intérêt fixe – comme nous le faisons – pose un problème de cohérence des décisions. En effet, si la banque centrale s'interdisait de réagir pendant les trois prochaines années, elle changerait de comportement, ou de règle, par rapport à son comportement passé, car elle ne viserait plus la stabilité des prix. Parallèlement, si les ménages et les entreprises continuaient de former leurs anticipations dans l'hypothèse que la règle de politique monétaire n'a pas changé, il y aurait donc incohérence. L'incohérence disparaîtrait, certes, si les agents tenaient compte de la nouvelle règle à taux fixe. Mais alors, dans ce cas-là, la prévision d'inflation comme les décisions des agents deviendraient totalement irréalistes.

Rappelons-le, cette incohérence n'a sa place que si tous les agents décident comme le supposent ces modèles théoriques, c'est-à-dire de manière optimale, inter-temporelle et en utilisant toute l'information à leur disposition. Or est-ce le cas dans la réalité? Ce n'est qu'en partie vérifié. Bien qu'on ne puisse nier que les agents économiques prennent leurs décisions en considérant l'avenir, il est en revanche difficile de croire qu'ils disposent tous de toute l'information que leur prêtent ces modèles, y compris la connaissance du vrai modèle de l'économie.

De plus, d'autres éléments issus de la pratique relativisent également le bien-fondé de la publication d'un sentier de taux d'intérêt futurs. Un premier point réside dans l'interprétation du sentier comme un plan provisoire d'action de la banque centrale, provisoire dans le sens qu'il ne peut dépendre que des informations disponibles au moment de son établissement. Etant donné que ce plan doit être réévalué dès qu'arriveront de nouvelles informations, le sentier ne peut donc pas être vu comme un engagement ferme de la banque centrale. Il ne faut cependant pas se faire d'illusion. Même si la banque centrale s'efforce d'indiquer que son sentier de taux sera révisé au gré des circonstances, il est vain de croire qu'elle puisse convaincre tous les agents économiques que le sentier publié ne représente pas un engagement de sa part. Notre expérience nous enseigne que toute communication est interprétée par les médias et les marchés comme des intentions d'action. La communication d'un sentier de taux d'intérêt futurs que nous ne suivrons nécessairement pas peut donc se révéler contre-productive et dommageable pour la réputation de la banque centrale.

Egalement discutable est l'argument selon lequel le comportement actuel des agents ne dépend que peu du niveau actuel des taux mais essentiellement du profil des taux futurs. Pris à la lettre, le sentier publié par la banque centrale ne devrait donc pas se limiter à trois ans mais s'étendre sur un horizon quasiment infini. Or, avec quel réalisme peut-on prévoir les taux d'intérêt sur un horizon infini? Je vous laisse répondre à cette question.

Un autre élément, qui relève tout particulièrement de notre stratégie, découle du fait que lorsque la banque centrale ne vise pas une valeur précise de l'inflation comme objectif mais une bande, il devient impossible d'établir un sentier pertinent de taux d'intérêt. Faut-choisir celui qui permet 0% d'inflation ou celui qui est compatible avec un renchérissement de 2%?

En plus, sur un plan tout à fait pratique, je pense qu'il est plus facile pour une Direction générale en charge de la politique monétaire d'avaliser une prévision d'inflation consensuelle, préparée par son service économique, que de se mettre d'accord sur un sentier de taux d'intérêt futurs, c'est-à-dire une suite de décisions monétaires. Il ne serait guère imaginable, non plus, que notre Direction générale accepte la publication d'un sentier de

taux reflétant les seules vues des économistes de la Banque; elle verrait certainement dans cette publication une entrave possible à sa liberté future de décision en matière de taux.

Enfin, dernier élément, notons qu'élaborer une prévision d'inflation avec des taux d'intérêt variables enlève tout contenu informationnel à la prévision d'inflation, celle-ci n'étant qu'une courbe toujours en accord avec la définition de la stabilité des prix.

Pour clore cette discussion, je rappelle simplement que la publication d'une prévision d'inflation à taux fixe donne aussi, de manière implicite, des informations sur l'évolution des taux d'intérêt futurs mais sans les inconvénients que je viens de mentionner. Ces informations sont toutefois de nature qualitative et non quantitative. Selon la prévision publiée, les marchés peuvent inférer si les taux vont monter, se stabiliser ou descendre dans les prochains trimestres. Mais personne ne sait – la BNS non plus du reste – quelle sera l'ampleur de chaque pas et quand ils seront faits.

Le choix du taux d'intérêt de référence

La BNS aurait pu se simplifier grandement la tâche en choisissant, comme la plupart des banques centrales, de référer sa politique à un taux d'intérêt correspondant à celui de ses pensions de titres, taux qu'elle fixe elle-même, donc qui est parfaitement sous son contrôle. Au contraire, elle a choisi un taux du marché à trois mois et qui, en outre, est un taux reflétant la réalité d'un marché dans lequel elle n'opère que rarement.

Lors de l'élaboration de la stratégie en 1999, deux raisons ont justifié ce choix. Premièrement, nous ne voulions pas d'un objectif opérationnel rigide mais d'un taux pouvant fluctuer en fonction des tensions du marché et absorber ainsi les chocs temporaires qui peuvent s'y manifester, ce qu'il n'est pas possible d'envisager avec un taux directeur fixe. Notre expérience nous montrait qu'en cas de tension sur le marché des changes, une certaine flexibilité devait être de mise sans que celle-ci risque d'être interprétée comme un changement d'orientation monétaire. Si nous avons décidé de définir notre politique par

rapport au taux *repo*, cette flexibilité n'aurait pas existé. Secondement, le choix du Libor présente l'avantage de définir la politique monétaire par rapport à un taux reflétant les conditions du marché du crédit. Une modification du Libor correspond à un véritable changement des conditions de crédit dans l'économie alors qu'une modification du taux *repo* peut en rester fort éloignée. Cela s'est avéré particulièrement utile depuis août dernier.

Les agrégats monétaires jouent-ils encore un rôle important?

Il existe toujours un débat, aussi bien dans la littérature que dans la pratique, sur la nature des informations fournies par les agrégats monétaires. Pour certains, la monnaie est endogène et ne doit pas nécessairement intervenir dans les prises de décision de politique monétaire. Tandis que pour d'autres, la monnaie joue un rôle-clé, car l'inflation est un phénomène monétaire.

En pratique, lorsque la demande pour les agrégats monétaires est stable, l'évolution de ces derniers transmet effectivement des renseignements de premier ordre sur la conjoncture et le renchérissement. Ces informations sont fiables, disponibles rapidement et peu sujettes à révision. Ces qualités remarquables font que les agrégats, ainsi que d'autres variables monétaires comme les crédits, ont leur place dans notre stratégie même si ce n'est plus une place centrale comme dans les années quatre-vingt et nonante. Aujourd'hui, les agrégats monétaires sont intégrés, comme nombre d'autres variables, dans les modèles retenus pour établir la prévision d'inflation. La BNS n'a donc pas un pilier monétaire séparé comme la BCE: notre approche intègre les variables réelles et monétaires.

Quel est le rôle particulier réservé aux taux de change?

La Suisse est une petite économie ouverte; le rôle joué par le cours de change du franc sur l'économie réelle, dans la transmission des impulsions de politique monétaire et sur le

renchérissement, ne peut être ignoré. Plus particulièrement, le taux de change influence directement l'inflation par le biais des prix des biens importés et indirectement l'économie réelle par le biais du commerce extérieur ainsi que par le canal des anticipations.

Lorsqu'elle prend ses décisions de taux d'intérêt, la BNS ne vise pas un cours de change, explicitement ou implicitement. Une telle attitude entrerait en contradiction avec sa volonté de mener une politique monétaire autonome dans un univers de changes flexibles. En revanche, le cours du franc est pris en compte lors du calcul de la prévision d'inflation. Les cours du franc par rapport à l'euro et au dollar entrent ainsi de manière endogène dans nos modèles. Il ne faut toutefois pas se leurrer; le cours de change est une variable difficile à modéliser sur le court et le moyen termes. L'évolution des cours de change représentent donc une source importante d'incertitude en arrière-plan de notre prévision d'inflation. Dans la situation actuelle de franc faible, par exemple, l'évolution du marché des changes peut entraîner le risque que notre prévision d'inflation sous-estime les risques inflationnistes. L'évolution des changes peut ainsi altérer la validité de notre prévision d'inflation, ce qui nous occasionne parfois des soucis.

La publication des procès-verbaux de la Direction générale est-elle souhaitable?

Une dernière question importante que je voudrais aborder aujourd'hui est celle de la publication, par souci de transparence, du détail des débats de la Direction générale lors de ses décisions en matière de taux d'intérêt, en particulier des prises de position individuelles de ses membres. Certaines banques centrales y procèdent, généralement quelques semaines après la prise de décision. Transparence est alors faite sur les positions de chacun ou, du moins, sur le résultat d'un vote éventuel.

La BNS renonce à publier ses procès-verbaux; elle ne rend publique que la décision prise, peut-être majoritairement, non les positions individuelles ni l'état des votes. Pourquoi? Cela tient aux réalités institutionnelles de notre banque. La Direction générale de la BNS n'est pas un «Comité de politique monétaire», donc un groupe d'experts, à mandat limité, n'ayant

que la responsabilité de débattre des taux, comme c'est souvent le cas à l'étranger. De plus, elle n'est formée que de trois membres, tous internes, qui sont chacun chef de leur département respectif, donc qui assument des responsabilités de management et de gouvernance monétaire. La règle est aussi que ses membres restent en fonction pour plus d'une période administrative de six ans. Pour bien travailler dans ces circonstances, il faut une bonne entente, viser le consensus plutôt que l'opposition des personnes.

Or, publier les débats ou les résultats des votes de la Direction générale pousserait rapidement les médias à focaliser leur attention sur les personnalités de chaque membre en identifiant qui fait quoi ou qui a voté comment, et les encouragerait à spéculer sur les attitudes futures des uns et des autres. Ceci ne manquerait pas de pervertir la qualité du débat monétaire, nuire à la collégialité et brouiller la perception de la politique adoptée par la Banque. La lisibilité de la politique monétaire par les marchés n'en serait pas renforcée.

Appréciation de la nouvelle stratégie et conclusion

La BNS a pour mission de mener une politique monétaire dans l'intérêt général du pays et d'assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. Elle a été en mesure de remplir ce mandat au cours des dernières années dans le cadre d'une nouvelle stratégie et ceci malgré un environnement marqué par de fortes turbulences internationales et de grands défis en termes de politique monétaire. En permettant à la BNS de réagir avec souplesse à toute une série de chocs graves, cette stratégie lui a donné les moyens de préserver la stabilité des prix tout en exploitant la marge de manœuvre à sa disposition pour soutenir la conjoncture.

Les performances en matière de stabilité des prix ont été bonnes depuis l'an 2000, avec un taux d'inflation moyen de 0,9% donc inférieur à la limite de 2% de la définition de la stabilité des prix. Il faut toutefois souligner que le passage à la nouvelle stratégie n'a pas

provoqué un changement majeur de performance à cet égard, car les prix sont stables en Suisse depuis 13 ans déjà.²

Le changement de stratégie a modernisé l'approche de la politique monétaire en élargissant et en approfondissant l'analyse économique qui sert de base aux décisions de politique monétaire. Ceci a également permis d'assurer la continuité des actions de la BNS et de ses performances, conditions essentielles à l'exécution de son mandat et au maintien de sa crédibilité et de sa réputation.

Toutes les banques centrales sont confrontées à l'heure actuelle à un environnement qui devient de plus en plus complexe. On a donc observé ces dernières années une tendance à la sophistication des approches et des stratégies. Dans tous les cas, cette évolution va de pair avec une progression de la transparence, facteur essentiel à une meilleure formation des anticipations et à un fonctionnement efficace des marchés financiers. Même si l'ossature des stratégies est comparable d'un pays à l'autre, des différences subsistent. Le plus souvent elles reflètent plus des réalités institutionnelles hétérogènes que des approches contradictoires.

A bien des égards, la Banque nationale a joué un rôle de pionnier en matière de stratégie. Nous étions parmi les premières banques centrales à adopter un objectif de croissance de la masse monétaire à la fin des années 1970. Aujourd'hui nous sommes dans le peloton de tête en matière de publication d'une prévision d'inflation. A l'époque monétariste comme aujourd'hui, notre souci a toujours été de nous donner des règles de comportement permettant aux marchés de comprendre, voire d'anticiper notre politique. C'est ainsi que notre action est efficace.

Au-delà des résultats obtenus jusqu'ici sur le plan de la stabilité des prix, résultats qui ne pourront attester de la valeur de notre stratégie que s'ils deviennent permanents, le fait que les marchés financiers anticipent correctement notre comportement est déjà un gage de

² Le taux d'inflation moyen est resté constant à 0,9% avant et après 2000. Le seul changement est une légère baisse de la volatilité de l'inflation, l'écart type ayant passé de 0,6% (1994-1999) à 0,5% (2000-2007).

succès. En effet, au cours des dernières années, nos décisions monétaires ont rarement été considérées comme de véritables surprises. Le plus souvent le marché monétaire a parfaitement prévu dans quel sens et dans quelle mesure iraient nos décisions de taux d'intérêt. Cette constatation montre que notre stratégie monétaire est conséquente et bien comprise par les marchés financiers, ce qui limite leur volatilité et accroît notre capacité à préserver la stabilité des prix.