



**Embargo jusqu'au**  
29 avril 2022, 10 h 00

---

## **Quelles conséquences la guerre en Ukraine a-t-elle sur la politique monétaire de la Banque nationale?**

114<sup>e</sup> Assemblée générale ordinaire des actionnaires  
de la Banque nationale suisse

**Thomas J. Jordan**

Président de la Direction générale\*

Banque nationale suisse

Berne, le 29 avril 2022

© Banque nationale suisse (exposé tenu en allemand)

---

\* L'intervenant remercie Claudia Aebersold Szalay et Petra Gerlach pour leur précieuse contribution à l'élaboration de ce texte. Il adresse également ses remerciements à Carlos Lenz, Alexander Perruchoud, Michael Schäfer et Tanja Zehnder, ainsi qu'aux services linguistiques de la BNS.



Madame la présidente du Conseil de banque,

Mesdames et Messieurs les actionnaires,

Chères invitées et chers invités,

Je vous souhaite la bienvenue à notre Assemblée générale et suis très heureux que nous puissions à nouveau nous rencontrer personnellement. La situation politique mondiale a fondamentalement changé ces derniers mois. L'attaque russe contre l'Ukraine nous a toutes et tous ébranlés, et nous sommes en pensée avec les victimes de cette terrible guerre.

Les considérations relatives aux répercussions économiques s'effacent devant cette souffrance, mais elles n'en sont pas moins importantes pour les citoyennes et citoyens suisses. C'est pourquoi la Banque nationale se penche activement sur les conséquences de la guerre. Nous devons, d'une part, évaluer correctement les retombées économiques immédiates et, d'autre part, examiner des questions qui concernent le long terme.

Je commencerai mon exposé en évoquant l'étroite imbrication de l'économie mondiale telle que nous l'avons connue jusqu'à récemment, les gains de prospérité qui en ont résulté et les répercussions de cette intégration sur la politique monétaire. J'expliquerai ensuite de quelle manière les conséquences déjà tangibles de la guerre influent actuellement sur notre politique monétaire. Enfin, j'aborderai le revers de l'intégration économique mondiale, à savoir les interdépendances entre les pays et les marchés. Je conclurai mon exposé par quelques réflexions sur l'évolution que pourrait connaître la politique monétaire si la guerre se traduisait par une régression de l'intégration économique mondiale.

## **La politique monétaire dans une économie mondiale intégrée**

Les dernières décennies ont été caractérisées par la mondialisation croissante de l'économie. Jusqu'à peu, nous pensions que cette intégration irait en s'intensifiant. Certes, le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine a récemment fait naître certains doutes quant à la pérennité de l'intégration économique mondiale. Par ailleurs, la pandémie de Covid-19 a restreint les déplacements et perturbé les chaînes d'approvisionnement. Toutefois, l'affrontement politique mondial qui a lieu actuellement revêt une tout autre dimension. L'invasion russe en Ukraine a ravivé à bien des égards d'anciennes divisions. On peut dès lors se demander quelles seraient les conséquences si la fragmentation de l'économie engendrée par la guerre devait perdurer, voire s'accroître?

Pour en avoir une idée, je souhaiterais d'abord revenir brièvement sur la mondialisation des quelque trente dernières années. Au début des années 1990, les États autrefois fermés du bloc de l'Est, ainsi que la Chine et d'autres pays asiatiques, ont commencé à s'ouvrir peu à peu. L'économie mondiale a depuis lors connu une intégration impressionnante. La valeur des biens et services échangés dans le monde est aujourd'hui trois fois et demie supérieure à ce qu'elle était alors. À l'échelle mondiale, le revenu réel moyen par habitant s'est accru de deux tiers. La part de la population mondiale en situation d'extrême pauvreté a baissé, passant de près de 40% à 10%.

Ces gains de prospérité très rapides sont attribuables à une meilleure utilisation des trois facteurs nécessaires à la croissance: le travail, le capital et la technologie.

Après 1990, la division du travail s'est davantage internationalisée. Les pays se sont spécialisés dans les domaines où ils jouissaient d'un avantage comparatif par rapport à leurs partenaires commerciaux. La fabrication de produits nécessitant une main-d'œuvre abondante a été délocalisée dans des pays ayant un niveau de salaire relativement bas. Cette répartition croissante du travail a conduit, d'une part, à l'augmentation des revenus principalement dans les nouveaux pays producteurs et, d'autre part, à la baisse mondiale des prix des biens. La concurrence entre les pays a encore accentué cet effet.

Le capital, deuxième facteur de croissance, a pu être investi à l'échelle mondiale grâce à l'intégration économique grandissante. Les investissements directs étrangers et les emprunts ont contribué à la construction de sites de production et d'infrastructures dans les régions nouvellement ouvertes. Le rattrapage économique de ces dernières a permis aux pays industrialisés d'utiliser de manière productive leur épargne abondante.

Venons-en au dernier facteur de croissance: la technologie. L'intégration économique mondiale a conduit à un transfert de savoir considérable entre les pays, qui a fortement accéléré le développement économique des États pauvres. En outre, l'augmentation du nombre de personnes participant à l'économie mondiale s'est accompagnée d'un net accroissement des idées et des innovations.

Une main-d'œuvre plus nombreuse et plus spécialisée, des capitaux investis de manière plus efficace et plus diversifiée, et un transfert rapide du savoir sont autant d'éléments qui ont concouru à améliorer la croissance économique et la prospérité dans le monde entier.

La mondialisation a également exercé une grande influence sur la politique monétaire. L'évolution la plus importante en la matière a été l'augmentation de la production mondiale de biens, qui a réduit les pressions inflationnistes. Celles-ci ont en outre diminué parce que l'économie mondiale a pu satisfaire assez facilement la hausse de la demande dans certains pays. Dans l'économie moins intégrée pendant la guerre froide, un accroissement de la demande se traduisait rapidement par des difficultés d'approvisionnement et des poussées inflationnistes.

Du fait de la réduction des pressions inflationnistes, les banques centrales ont pu réagir plus vigoureusement aux évolutions conjoncturelles défavorables. Rétrospectivement, cette approche s'est souvent révélée appropriée, car l'intégration mondiale des marchés financiers a non seulement favorisé la croissance, mais a également contribué à une propagation plus facile des crises locales à d'autres pays. Face à ces crises devenues mondiales, les grandes banques centrales ont assoupli considérablement et à plusieurs reprises leur politique monétaire au cours des quinze dernières années pour éviter un effondrement de la conjoncture et des taux d'inflation durablement négatifs. Si ces assouplissements ont d'abord consisté en des baisses de taux d'intérêt, ils ont ensuite pris de plus en plus la forme de mesures non

conventionnelles, telles que des assouplissements quantitatifs et, dans le cas de la Suisse, des interventions sur le marché des changes.

L'extension des instruments de politique monétaire tient aussi à la mondialisation.

L'assouplissement de la politique monétaire passe généralement par un abaissement du taux directeur sous le niveau du taux d'intérêt neutre. À l'inverse, un resserrement de la politique monétaire nécessite de relever le taux directeur au-dessus du taux d'intérêt neutre. Le niveau de ce taux neutre résulte de l'offre de dépôts d'épargne et de la demande dont cet argent fait l'objet à des fins d'investissement. À ses débuts, la mondialisation s'est accompagnée d'un taux neutre élevé, car les besoins d'investissement dans les économies nouvellement ouvertes étaient plus importants. Du fait des gains de prospérité et de l'allongement de l'espérance de vie, l'offre de dépôts d'épargne a cependant commencé à croître fortement elle aussi, entraînant un recul du taux neutre. Lorsque les banques centrales souhaitaient assouplir leur politique monétaire, elles devaient donc abaisser leurs taux directeurs en conséquence. Or il n'est pas possible de le faire de manière répétée sans provoquer tôt ou tard une ruée sur le numéraire. De ce fait, après l'éclatement de la crise financière mondiale de 2008, nombre de banques centrales ont pris des mesures non conventionnelles de politique monétaire en achetant divers actifs et en accroissant leur bilan.

Grâce à cette panoplie d'instruments monétaires renouvelée et diversifiée, les banques centrales ont aussi disposé, durant la pandémie de Covid-19, des marges de manœuvre nécessaires pour contribuer à stabiliser l'économie mondiale. Elles ont fourni des liquidités supplémentaires à l'économie et maintenu les taux à de bas niveaux. Outre les mesures de politique monétaire, les programmes de soutien budgétaire d'envergure parfois considérable ont eu un effet expansionniste. Ainsi, l'effondrement économique causé par la pandémie a été limité, et la conjoncture s'est rapidement redressée. Néanmoins, les mesures d'aide et l'augmentation des liquidités qui y sont liées, la consommation de rattrapage et les difficultés d'approvisionnement ont par la suite conduit à des poussées inflationnistes accrues dans de nombreux pays, ce qui m'amène à aborder la politique monétaire actuelle.

## **Répercussions de la guerre sur la politique monétaire actuelle**

Au début de l'année 2022, de nombreux pays affichaient des taux d'inflation déjà nettement plus élevés que ceux qu'ils avaient connus dans un passé récent. Depuis, la guerre et les sanctions contre la Russie se sont traduites par une hausse marquée des prix de l'énergie et des matières premières et, dès lors, par un regain des pressions inflationnistes dans le monde. Dans le même temps, la guerre a des répercussions sur l'économie réelle, mais il est encore difficile d'en évaluer l'ampleur. Les prévisions actuelles en matière d'inflation et de croissance sont donc très incertaines. L'incertitude peut également affecter le comportement des acteurs économiques et renforcer les effets négatifs de la guerre.

Plusieurs questions se posent concernant la politique monétaire: quelle est l'étendue des pressions inflationnistes actuelles? S'inscriront-elles dans la durée? Dans quelle mesure la conjoncture mondiale est-elle freinée? Le renchérissement s'étend-il aussi aux biens et aux

services qui ne sont pas directement affectés par la pandémie et la guerre? Et les salaires commenceront-ils également à augmenter, déclenchant ainsi une spirale inflationniste classique?

Dans certains pays, on observe déjà des signes d'une poussée inflationniste persistante, de sorte que certaines banques centrales ont amorcé le resserrement de leur politique monétaire. Avant d'évoquer la situation de la politique monétaire en Suisse, je souhaiterais dire quelques mots sur la croissance économique.

La guerre pèse évidemment d'autant plus sur la croissance d'un pays que celui-ci entretenait des relations commerciales étroites avec l'Ukraine et la Russie. Cela étant, du fait des interdépendances internationales, la guerre ébranle même des pays qui commerçaient peu avec cette région. La conjoncture, y compris en Suisse, s'en trouve ralentie. Pour l'année en cours, nous tablons sur une croissance du PIB suisse de 2,5%, soit un demi-point de moins que ce que nous avons prévu avant le début de la guerre.

Les pressions inflationnistes se sont accrues dans notre pays aussi, mais de manière relativement modérée jusqu'ici. Alors que l'inflation était de 0,6% en moyenne annuelle en 2021, elle a atteint 2,4% en mars. Nous assimilons à la stabilité des prix un taux de renchérissement s'inscrivant à moyen terme dans une fourchette comprise entre 0% et 2%.

Lors de notre examen du 24 mars de la situation économique et monétaire, nous avons décidé de laisser notre taux directeur à -0,75% et réaffirmé notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes. Nous avons toutefois déjà souligné en décembre que nous tolérerions une certaine appréciation de notre monnaie. Comment interpréter notre politique monétaire actuelle?

Nous intervenons sur le marché des changes lorsque de fortes pressions à la hausse sur le franc risquent d'entraîner une inflation négative durable et de peser fortement sur l'économie. Mais nous ne réagissons pas mécaniquement à chaque fois que s'exercent des pressions à la hausse. Si vous avez suivi attentivement le cours du franc ces derniers mois, vous n'ignorez pas que notre monnaie s'est peu à peu appréciée et qu'elle s'est même inscrite en dessous de la parité avec l'euro.

Nous avons toléré cette situation en toute connaissance de cause, car l'inflation est nettement plus élevée à l'étranger qu'en Suisse. De ce fait, notre économie est à même de supporter un franc plus fort en termes nominaux. La plus grande cherté des prix à l'étranger et la hausse de la valeur nominale du franc se compensent quelque peu, de sorte que le cours de change réel n'a guère varié durant les derniers trimestres. Sans l'appréciation nominale de ces derniers mois, notre politique monétaire serait devenue plus expansionniste, ce qui n'aurait pas été approprié au vu de l'évolution actuelle de l'inflation. Accepter que le franc se renforce nous a aidés à maintenir l'inflation en Suisse à un niveau relativement bas.

Pourquoi n'avons-nous pas simplement relevé le taux directeur? Deux raisons se sont opposées jusqu'ici à une telle mesure. Premièrement, les pressions inflationnistes sont modérées dans notre pays. Secondement, l'inflation devrait réintégrer la zone de stabilité des

prix dans un avenir prévisible. Jusqu'à présent, nous ne voyons guère de signes indiquant que la hausse des prix des matières premières se propagerait largement à d'autres biens et services. Par conséquent, notre prévision d'inflation montre que le taux de renchérissement atteindra en moyenne 2,1% cette année et qu'il reculera à nouveau au cours des deux années suivantes. Les conditions monétaires restent donc pour le moment appropriées. Si toutefois les pressions inflationnistes devaient s'intensifier sur un large front, nous prendrions les mesures qui s'imposent pour garantir la stabilité des prix à moyen terme dans notre pays.

## **Possibles conséquences à long terme de la guerre sur la politique monétaire**

Voilà donc pour la politique monétaire actuelle. Examinons maintenant les conséquences que la guerre pourrait avoir à long terme. La gestion à l'avenir des dépendances créées par la mondialisation constitue à mes yeux une question clé. En d'autres termes, quels pays commerceront encore entre eux, et quelle sera l'étendue de ces relations commerciales?

Il n'y a pas à ce stade de réponses catégoriques à ces nouvelles questions, mais dans la perspective actuelle, il se pourrait tout à fait qu'à moyen terme, nous vivions dans un monde moins intégré qu'aujourd'hui. Voyons à présent ce que signifierait un monde moins globalisé pour la politique monétaire.

Il y aurait tout d'abord un effet sur l'inflation et sur la conjoncture, autrement dit sur les deux paramètres dont il est question dans la politique monétaire. Si la division du travail diminuait en raison d'une fragmentation de l'économie mondiale, les coûts de production de nombreux biens augmenteraient à nouveau. Tant qu'elle persisterait, cette désintégration s'accompagnerait de pressions inflationnistes durables. En outre, cette fragmentation se traduirait probablement par des difficultés d'approvisionnement plus fréquentes, car les variations de la demande affecteraient chaque économie nationale et pourraient être moins bien amorties par l'économie mondiale. Il en résulterait une plus grande volatilité de l'inflation et de la conjoncture. En somme, la politique monétaire devrait être plus souvent et plus intensément axée sur la lutte contre l'inflation qu'elle ne l'a été ces dernières années.

De plus, il pourrait y avoir un effet sur les instruments de politique monétaire. Recourrait-on à nouveau plus souvent à l'instrument traditionnel qu'est le taux d'intérêt ou laisserait-on les mesures non conventionnelles jouer un rôle majeur pour faire face aux interférences négatives? Il s'agit d'abord de savoir si le niveau du taux d'intérêt neutre reste bas ou s'il s'accroît à nouveau. Les deux possibilités sont envisageables. Le niveau du taux d'intérêt neutre pourrait augmenter, et la politique traditionnelle de taux d'intérêt, revenir sur le devant de la scène, si l'épargne investie par les économies émergentes dans les pays industrialisés diminuait. Le niveau du taux d'intérêt neutre progresserait également si, du fait des dépenses d'armement et des investissements dans l'infrastructure énergétique, l'endettement public s'accroissait ou si l'inflation restait forte. À l'inverse, le taux d'intérêt neutre pourrait se maintenir au faible niveau de ces quinze dernières années si l'épargne augmentait en raison de

l'incertitude politique mondiale ou si l'inflation refluit. Dans ce contexte, les banques centrales devront être vigilantes afin de détecter à temps l'effet de ces différentes forces et de les évaluer correctement.

Enfin, il ne faut pas oublier la pression politique qui découlerait, par exemple, d'une augmentation de la dette publique. Ainsi, l'opposition politique au resserrement de la politique monétaire pourrait s'accroître si l'endettement public est élevé. L'indépendance des banques centrales doit être préservée pour qu'elles puissent garantir la stabilité des prix, y compris dans une telle situation.

## **Conclusion**

Mesdames et Messieurs, permettez-moi maintenant de conclure. La situation politique mondiale actuelle aurait été inconcevable lors de notre Assemblée générale de l'année dernière. Il est encore difficile, à l'heure actuelle, d'évaluer les conséquences à long terme de la guerre en Ukraine sur la structure de l'économie mondiale et, partant, sur la politique monétaire. Mais une chose semble d'ores et déjà claire: les défis pour la politique monétaire restent nombreux. Nous devons nous y consacrer pleinement afin de garantir la stabilité des prix à l'avenir également. C'est la principale contribution que la Banque nationale peut apporter au bien-être des citoyennes et des citoyens suisses.