

**Embargo: vendredi, 20 novembre 2009, 10h15**

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK 

# **Dix ans d'expérience de la gestion des taux d'intérêt**

**Bilan du concept de politique monétaire de la BNS**

**Conférence donnée par**

**Jean-Pierre Roth**

**Président de la Direction générale**

**de la**

**Banque nationale suisse**

**à l'Université de Fribourg**

**le 20 novembre 2009**

---

L'orateur remercie Romain Baeriswyl, du service Recherche de la BNS, de son aide précieuse lors de la préparation de ce texte.

© **Banque nationale suisse, Zurich 2009**

## **1. Aperçu historique: de la gestion des agrégats monétaires à la gestion des taux d'intérêt**

Avec l'abandon du système des changes fixes, en 1973, l'environnement dans lequel opérait la BNS s'est complètement modifié. Jusqu'alors, la politique monétaire était dictée par les interventions sur le marché des changes que nécessitait le maintien de la parité du franc suisse face au dollar, et l'inflation en Suisse était largement influencée par les hausses de prix extérieures. Le passage au régime des changes flottants a supprimé ce lien et procuré à la BNS une mission entièrement nouvelle, celle de préserver la stabilité des prix de manière autonome. Elle a dû formuler un concept de politique monétaire tenant compte du nouveau régime de change.

En raison de la forte création monétaire et de la hausse rapide des prix de l'époque, les idées monétaristes dominaient la théorie monétaire d'alors. Il n'est donc pas surprenant que la BNS ait d'abord adopté un concept de politique monétaire fortement imprégné des idées chères à Milton Friedman. Ce concept reposait d'une part sur la théorie quantitative de la monnaie, selon laquelle l'inflation est un phénomène d'ordre essentiellement monétaire. Par conséquent, la maîtrise de la quantité de monnaie – mesurée par les agrégats monétaires – devait jouer un rôle stratégique central et servir d'ancrage nominal à l'économie. D'autre part, le concept reposait sur la conviction qu'une politique monétaire trop activiste pouvait être inopportune et dommageable en raison des retards longs et variables inhérents aux mécanismes de transmission des impulsions monétaires à l'économie réelle et aux prix.

Suivant ces enseignements théoriques, la BNS a mis en œuvre dès 1975 une politique ciblant un objectif de croissance d'agrégats monétaires. Comme nous allons très brièvement le voir, elle a su ajuster sa politique de manière pragmatique au gré des circonstances et des innovations techniques qui influençaient la demande de monnaie. Au départ, la BNS a défini un objectif de croissance annuelle en termes d'agrégat M1.<sup>1</sup> En 1978 et 1979, d'importantes turbulences sur le marché des changes l'ont incitée à suspendre momentanément la poursuite de son objectif M1 afin de contenir l'appréciation du franc suisse. Comme M1 ne semblait plus être un indicateur pertinent, la BNS a ensuite décidé de cibler un objectif de croissance en termes de monnaie de banque centrale.<sup>2</sup> Mais la demande de monnaie centrale a connu à son tour une instabilité croissante en raison d'importantes innovations techniques et des changements de comportement des banques commerciales et des ménages. Cette situation a incité la BNS, en 1991, à recourir à un objectif monétaire opérationnel pluriannuel afin d'accroître sa flexibilité, puis, dès 1997, à viser l'agrégat monétaire le plus large (M3) afin de limiter l'impact des transferts entre différentes formes de monnaie. Cette dernière décision n'a pas apporté toutefois de solution satisfaisante: la stabilité des prix était certes assurée mais la Banque ne pouvait exercer qu'un contrôle insuffisant sur les agrégats monétaires.

<sup>1</sup> M1 est définie comme la somme du numéraire en circulation et des dépôts à vue du public non bancaire dans les banques commerciales.

<sup>2</sup> La monnaie de banque centrale comprend les billets en circulation détenus par le public et les banques commerciales ainsi que les avoirs en comptes de virement de ces dernières à la BNS.

20 novembre 2009

3

C'est pourquoi, en novembre 1998, la Direction générale de la BNS a mandaté un groupe de travail pour réexaminer complètement le concept de politique monétaire. Ce groupe de travail est arrivé à la conclusion qu'un simple remodelage du concept existant serait inutile et qu'il fallait, au contraire, adopter une approche entièrement nouvelle prenant en compte à la fois les expériences faites par la BNS et les avancées les plus récentes de la recherche économique. C'est ce concept – en vigueur maintenant depuis décembre 1999 – que je vais vous présenter.

## **2. Eléments principaux du concept actuel**

La réforme du concept, en décembre 1999, constitue le changement de politique monétaire le plus important depuis le passage au régime des changes flottants en 1973. L'objectif principal de la politique monétaire, à savoir le maintien de la stabilité des prix, demeure inchangé et assure la continuité avec le concept antérieur de gestion des agrégats monétaires. En revanche, l'approche se base sur un cadre d'analyse plus rationnel et plus complet que la stratégie précédente.

Le concept repose sur trois éléments: (i) une définition explicite de la stabilité des prix en guise d'ancrage à long terme, (ii) une prévision d'inflation à titre d'indicateur principal pour les décisions de politique monétaire et (iii) une marge de fluctuation pour le Libor à trois mois en tant qu'objectif opérationnel pour la mise en œuvre de cette politique.

Passons en revue chacun de ces éléments.

### **1<sup>er</sup> élément: une définition explicite de la stabilité des prix en guise d'ancrage à long terme**

En renonçant à un objectif de croissance en termes de masse monétaire, la BNS abandonnait du même coup la notion de «taux de renchérissement normal» qu'elle avait jusque là inclus systématiquement dans le calcul de l'objectif de croissance monétaire. Afin de donner au marché et au public un point de repère quant à l'orientation de sa politique à moyen et à long terme, nous avons dû définir explicitement ce que nous entendions par stabilité des prix. Une définition explicite de la stabilité des prix permet non seulement d'ancrer les prévisions d'inflation à long terme et l'évolution nominale de certaines variables économiques, mais également de mesurer la performance de la politique monétaire.

Nous définissons la stabilité des prix comme égale à une hausse annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation comprise entre 0% et 2%. La préférence s'est portée sur une marge de fluctuation plutôt que sur un niveau d'inflation précis – comme l'ont fait de nombreuses banques centrales – en raison de l'incertitude liée aux mécanismes de transmission de la politique monétaire aux prix. La volonté de maintenir l'inflation à un niveau très précis serait non seulement illusoire, mais nous pousserait également à un activisme monétaire excessif.

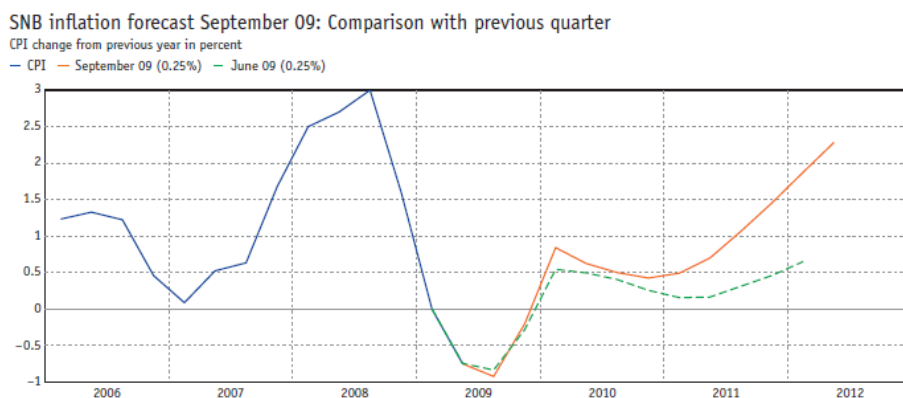
20 novembre 2009

4

Une autre particularité de notre définition de la stabilité des prix réside dans le fait qu'elle se rapporte à l'indice des prix à la consommation sans exclure les prix de certaines composantes tels que le pétrole. Nous considérons que la stabilité des prix doit être mesurée à l'aune d'un indice comprenant l'ensemble des biens et services qui importent réellement aux consommateurs, sans exclure arbitrairement certaines composantes. Il en résulte par conséquent que notre mesure de l'inflation présente une volatilité à court terme provoquée par les variations rapides et passagères des prix de certains biens que ne présenterait pas l'inflation sous-jacente. Un écart à court terme de l'inflation par rapport à la définition de la stabilité des prix est donc plausible et ne représente pas de menace pour la stabilité des prix, dans la mesure où l'inflation retourne à moyen terme dans la fourchette de 0% à 2%.

## 2<sup>ème</sup> élément: une prévision d'inflation comme indicateur principal

En raison du laps de temps relativement long – jusqu'à trois ans – qui s'écoule entre une impulsion monétaire et son effet sur la conjoncture et les prix, il est essentiel que nous prenions nos décisions de politique monétaire sur la base des perspectives inflationnistes plutôt que des événements contemporains à notre décision. L'évolution de la masse monétaire avait pu être considérée précédemment, en quelque sorte, comme une grossière prévision d'inflation. L'expérience nous avait cependant montré qu'il est difficile d'axer la politique monétaire sur une seule variable. Aussi la prévision d'inflation devait-elle reposer sur une assise plus large et inclure un plus grand nombre d'informations pertinentes. Nous établissons la prévision d'inflation à partir de divers modèles économétriques ainsi que d'indicateurs isolés comprenant par exemple l'évolution des agrégats monétaires et des crédits, les cours de change et l'excédent de liquidités. Ces informations sont ensuite synthétisées de manière adéquate pour aboutir à une prévision consensuelle. L'importance et la pondération des divers modèles varient en fonction de l'horizon de prévision et peuvent changer au cours du temps.



Graphique 1: Prévision d'inflation de la BNS

Dans notre activité de prévision, nous stipulons que le taux d'intérêt à trois mois demeure constant tout au long de l'horizon de prévision. Cette hypothèse est certes irréaliste mais permet de représenter les conséquences à long terme de la politique en vigueur au moment de l'établissement de la prévision. L'évolution de l'inflation donne ainsi une indication sur les ajustements de la politique monétaire qui seraient nécessaires pour contenir l'inflation. Si, pour un taux donné, la prévision s'écarte durablement de la

20 novembre 2009

5

stabilité des prix, la politique monétaire doit être adaptée. Les décisions de politique monétaire ne sont cependant pas prises mécaniquement; c'est au contraire le contexte économique qui détermine le laps de temps durant lequel nous ajustons les taux d'intérêt.

En plus de son rôle d'aide à la décision de politique monétaire, la prévision d'inflation joue un rôle déterminant dans notre politique de communication. La prévision d'inflation est étroitement associée à l'examen trimestriel de politique monétaire et est publiée systématiquement à cette occasion. Le public peut ainsi en déduire la direction probable des décisions futures de politique monétaire et former des anticipations quant aux taux d'intérêt.

### **3<sup>ème</sup> élément: une marge de fluctuation pour le Libor à trois mois comme objectif opérationnel**

Nous mettons en œuvre notre politique monétaire en fixant comme objectif opérationnel une marge de fluctuation pour le Libor (*London Interbank Offered Rate*) à trois mois en francs suisses. La marge de fluctuation est habituellement d'un point. En outre, nous précisons quelle zone de la marge de fluctuation nous entendons viser. La marge de fluctuation du Libor ainsi que le niveau visé constituent la décision de politique monétaire.

Une particularité de notre objectif opérationnel consiste dans le fait que la BNS ne contrôle pas directement le Libor à trois mois en francs suisses. Le Libor est un taux indicatif fixé quotidiennement par la *British Bankers' Association* à Londres et reflétant le prix d'un crédit non gagé payé par une banque de premier ordre. Le Libor reflète ainsi les forces du marché monétaire, sa liquidité et l'appréciation du risque de crédit interbancaire.

Nous influençons le Libor par le biais des crédits que nous octroyons aux banques commerciales sous forme de pensions de titres, appelées dans le jargon professionnel *repurchasing agreements* ou simplement *repos*. Il existe deux différences essentielles entre notre objectif opérationnel – le Libor – et notre instrument que sont les opérations *repos*. Premièrement, les opérations *repos* sont des crédits gagés par des titres de grande qualité alors que le Libor représente le prix d'un crédit non gagé. Une hausse du risque de crédit des banques est par conséquent une source de divergence entre le taux Libor et le taux *repos*. Deuxièmement, les opérations *repos* que nous menons avec des banques commerciales sont habituellement de très courte échéance (d'un jour à trois semaines) alors que le Libor que nous cherchons à influencer a une échéance de trois mois.

Le choix de l'objectif opérationnel d'une banque centrale représente un dilemme. D'une part, une banque centrale cherche naturellement à influencer les taux du marché à long terme puisque ceux-ci jouent un rôle essentiel dans l'évolution économique. D'autre part, une banque centrale ne détermine directement que des taux à très court terme par le biais de ses opérations *repos*. Alors que la plupart des banques centrales définissent leur politique monétaire en fixant comme objectif opérationnel un taux directeur à très court terme, nous suivons une voie intermédiaire en choisissant le Libor à trois mois. Comme

nous le verrons dans un instant, l'expérience a démontré que nous sommes en mesure de contrôler sans grande difficulté le Libor à trois mois.

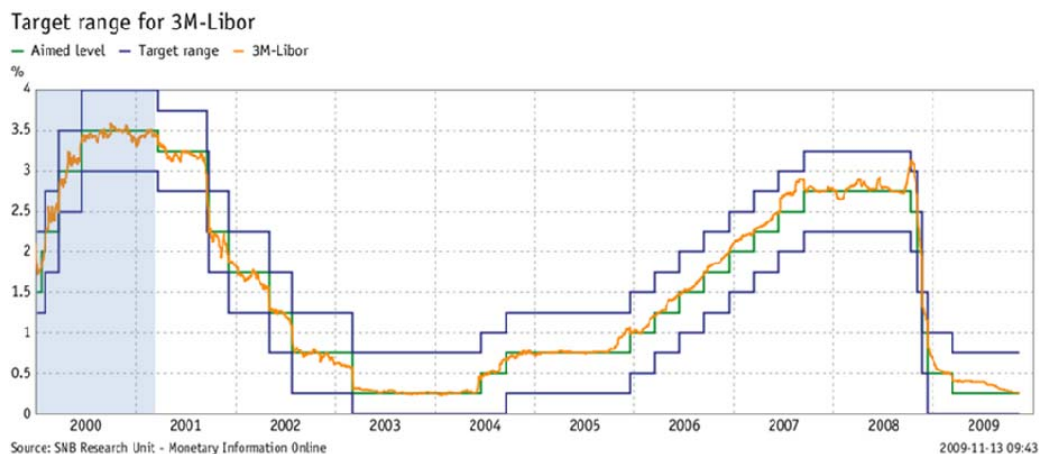
### 3. Les principales phases de la politique monétaire depuis l'introduction du concept actuel

Voyons maintenant la mise en œuvre du concept depuis son introduction il y a dix ans. Sur cette période, notre politique a traversé quatre phases distinctes.

#### 1<sup>ère</sup> phase: resserrement, de fin 1999 au printemps 2001

A l'introduction du concept en décembre 1999, nous avons fixé la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre 1,25% et 2,25% et laissé entrevoir un léger resserrement de notre politique monétaire pour l'année à venir. Le calibrage initial était délicat car nous n'avions ni expérience ni valeur de référence. Dès janvier 2000, il est apparu clairement que la reprise conjoncturelle en Suisse serait nettement plus vigoureuse que prévue en raison d'une croissance importante de l'économie mondiale et de la relative atonie du franc. Aussi avons-nous laissé le Libor s'établir de lui-même dans la zone supérieure de sa marge de fluctuation, avant de relever la marge de fluctuation du Libor d'un demi-point en février, soit avant la date prévue pour le premier examen de situation. La révision à la hausse des prévisions d'inflation et l'accélération de la croissance économique nous ont alors conduits à procéder de surcroît à deux relèvements successifs de la marge de fluctuation du Libor lors des examens de la situation de mars et de juin 2000, soit de respectivement 75 et 50 points de base.

Ainsi, dans les six premiers mois suivant son introduction, le concept a été très rapidement mis à l'épreuve puisque nous avons dû relever à trois reprises la marge de fluctuation du Libor de 175 points de base au total. Ce resserrement a permis de contenir la montée inattendue de la pression inflationniste et de convaincre d'emblée les marchés que la BNS entendait mener une politique autonome vis-à-vis de la Banque centrale européenne. Nous avons constaté avec satisfaction que la mise en œuvre de la politique monétaire ne posait pas de problème particulier et que le Libor à trois mois pouvait être stabilisé au niveau souhaité.



Graphique 2: Marge de fluctuation du Libor; 1<sup>ère</sup> phase de politique monétaire

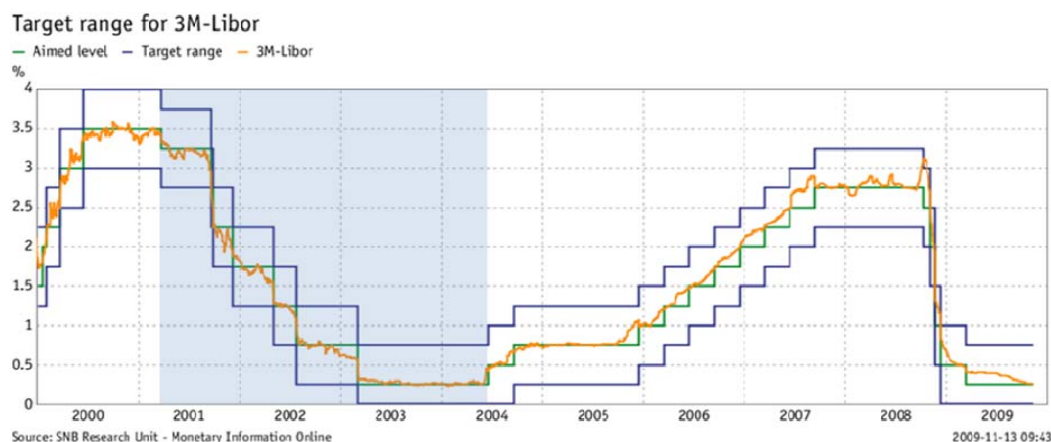
20 novembre 2009

7

## 2<sup>ème</sup> phase: assouplissement et politique de taux bas, du printemps 2001 au milieu de 2004

La deuxième phase de notre politique monétaire a été marquée par une série de chocs défavorables au développement économique et a représenté un défi important pour la politique monétaire. Dans le courant du premier trimestre de 2001, les risques conjoncturels s'étaient nettement multipliés en raison du ralentissement aussi marqué qu'inattendu de l'économie américaine, de l'éclatement d'une bulle boursière à l'échelle mondiale et du ralentissement de l'activité économique en Asie. En septembre 2001, les attentats terroristes ont exacerbé l'incertitude sur les marchés financiers, déclenchant une pression à la revalorisation du franc. Au début de 2003, la situation économique s'est encore aggravée, au point que l'on pouvait craindre alors que les Etats-Unis et l'Europe ne glissent dans une déflation, le conflit irakien contribuant à attiser cette inquiétude.

En réponse à cette série de chocs, nous avons réagi rapidement et fermement en abaissant de 325 points de base au total la marge de fluctuation du Libor en six étapes, de mars 2001 à mars 2003. La marge de fluctuation du Libor a été maintenue de 0% à 0,75% avec un niveau visé à 0,25% de mars 2003 à juin 2004. Dans une situation extrêmement délicate pour l'économie suisse, nous sommes parvenus à briser les tendances à la revalorisation du franc sans compromettre la stabilité des prix.



Graphique 3: Marge de fluctuation du Libor; 2<sup>ème</sup> phase de politique monétaire

## 3<sup>ème</sup> phase: normalisation graduelle, du milieu de 2004 à l'automne 2007

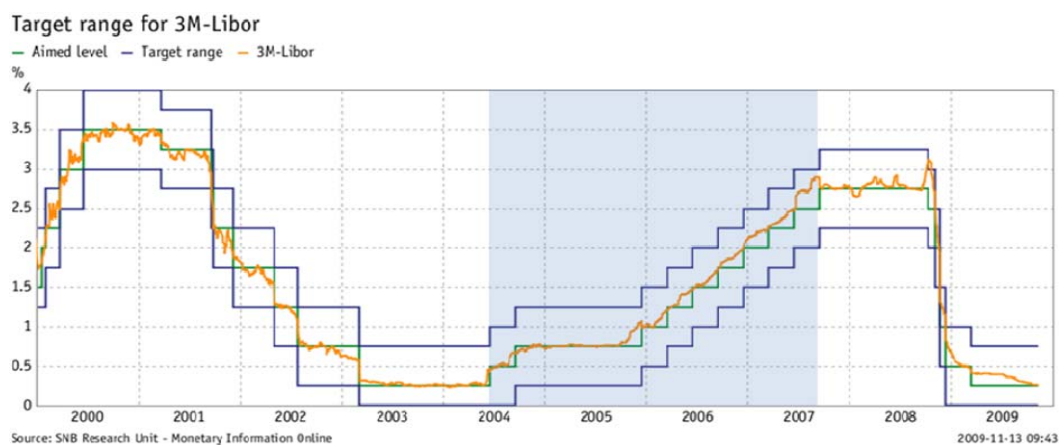
Cette politique très expansionniste ne pouvait être maintenue alors que le risque de déflation s'estompait. Dès juin 2004, nous avons entamé un processus de normalisation graduelle du taux à trois mois. Nous avons ainsi relevé la marge de fluctuation du Libor à deux reprises en 2004, avant de marquer une pause de 5 trimestres environ en raison du ralentissement de la reprise conjoncturelle et de l'atténuation des pressions inflationnistes en Suisse. Dans le courant du second semestre de 2005, les signes d'une reprise conjoncturelle plus vigoureuse et les risques croissants de pressions inflationnistes accrues nous ont incités à reprendre la normalisation de notre politique monétaire. Ainsi, durant les huit trimestres suivants, jusqu'en septembre 2007, nous avons progressivement adapté la marge de fluctuation du Libor afin que la reprise conjoncturelle ne mette pas en danger

20 novembre 2009

8

la stabilité des prix à moyen terme. En septembre 2007, le niveau visé pour le Libor se montait à 2,75%.

Durant cette troisième phase, nous avons pu normaliser notre politique monétaire, devenue expansionniste, sans étouffer la reprise économique qui s'était engagée. Notre marge de manœuvre a été suffisante pour nous permettre d'interrompre temporairement ce processus eu égard à la faiblesse de la conjoncture au printemps de 2005, bien que les prévisions d'inflation indiquaient un risque de dérapage des prix à moyen terme. Par une politique d'information soignée et des opérations conséquentes sur le marché monétaire, nous avons pu convaincre le marché de notre volonté d'adapter le cadre monétaire de manière pragmatique, mais décidée, en vue de préserver la stabilité des prix à moyen terme. Notre stratégie a été comprise par le marché et les taux d'intérêt à trois mois se sont toujours ajustés dans le sens de la politique que nous avons annoncée.



Graphique 4: Marge de fluctuation du Libor; 3<sup>ème</sup> phase de politique monétaire

#### 4<sup>ème</sup> phase: réponse à la crise financière, à partir de l'automne 2007

L'implosion de la bulle spéculative de l'immobilier américain en début d'année 2007 s'est propagée à l'ensemble du secteur bancaire et a déclenché, en septembre 2007, une crise des marchés financiers de dimension internationale. La crise de confiance entre les grands établissements bancaires a profondément altéré le fonctionnement du marché monétaire interbancaire, marché sur lequel les banques s'échangent quotidiennement des liquidités sous forme de dépôts mutuels non gagés. La crise a entraîné une hausse importante de la perception du risque bancaire et, par conséquent, une hausse considérable des *spreads* de crédit, provoquant un relèvement malvenu des taux Libor. La crise financière a alors engendré des problèmes d'ordre monétaire. La conjoncture suisse n'a pas été affectée par la crise dans un premier temps et les pressions inflationnistes se sont intensifiées en raison notamment de la forte hausse du prix du pétrole.

Les pressions sur le Libor dues à la hausse des primes de risque entraînaient un resserrement artificiel de notre politique monétaire. Afin d'alléger ces pressions et de garder le cours de notre politique inchangé, nous avons abaissé rapidement les conditions de nos opérations *repos* et prolongé leur échéance jusqu'à trois mois afin d'alimenter le marché là où la demande était la plus forte. Sur l'ensemble de la première période de crise, de septembre 2007 à septembre 2008, le Libor à trois mois a ainsi pu être maintenu à un



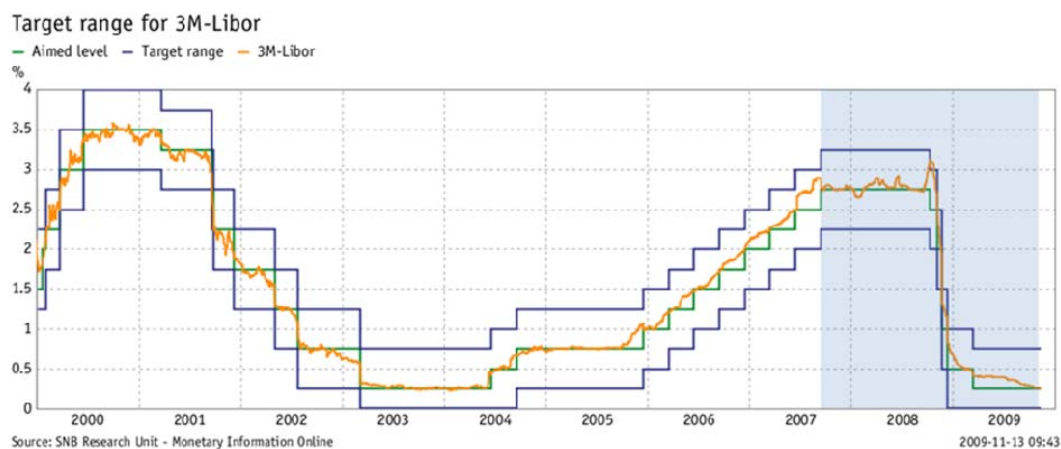
20 novembre 2009

9

niveau relativement stable. Notre politique a permis de préserver le marché suisse du crédit des perturbations provenant du dysfonctionnement des marchés internationaux.

La faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers en septembre 2008 ainsi que la détérioration subite de la conjoncture ont donné une tournure alarmante à la crise financière. L'économie suisse est entrée en profonde récession dans la deuxième partie de 2008 et les pressions inflationnistes se sont estompées. La hausse des primes de risque de crédit s'est intensifiée dans le secteur financier, se propageant aux autres secteurs de l'économie. Les marchés boursiers internationaux, après avoir fortement baissé à partir de septembre 2007, ont essuyé de nouvelles pertes importantes. Parallèlement, le franc suisse a subi de fortes pressions à la revalorisation en raison de son rôle de valeur refuge.

Nous avons réagi à cette détérioration dramatique de la situation économique en abaissant la marge de fluctuation du Libor à cinq reprises, de septembre à décembre 2008, soit de 225 points de base au total, pour atteindre le niveau visé du Libor à 0,50%. La mise en œuvre de cette stratégie a requis une forte augmentation des liquidités en circulation sur le marché interbancaire. La bonne crédibilité de notre action nous a permis d'abaisser le Libor en dépit de primes de risques qui demeuraient élevées sur les marchés étrangers. La baisse du Libor a permis d'assouplir les conditions monétaires en Suisse et d'atténuer la contraction de notre économie.



Graphique 5: Marge de fluctuation du Libor; 4<sup>ème</sup> phase de politique monétaire

En mars 2009, nous devons constater que les perspectives économiques continuaient de se dégrader et que le franc ne cessait de se renforcer, ce qui neutralisait nos efforts d'assouplissement monétaire. Notre prévision d'inflation révélait même un risque de baisse continue des prix au cours des trois prochaines années. Nous avons alors décidé de provoquer une nouvelle détente des conditions monétaires. La marge de fluctuation du Libor a été abaissée une nouvelle fois et, parallèlement, nous avons décidé d'intervenir sur le marché des changes en vue de bloquer toute nouvelle appréciation du franc face à l'euro. Cette dernière mesure, tout à fait inhabituelle pour nous, était la seule qui nous permettait d'assurer que notre politique devienne expansionniste, comme le réclamait la situation. Par ailleurs, afin d'assurer le meilleur impact sur les taux, nous avons allongé les échéances de nos opérations *repos* jusqu'à une année et mis sur pied un programme d'achat d'obligations en francs suisses émises par des débiteurs privés. Ce dispositif fut couronné de succès; il nous a permis d'accroître la liquidité en francs suisses, de réduire

les primes de risque sur le marché des capitaux et d'empêcher une revalorisation excessive du franc suisse.

#### **4. Appréciation du concept**

La BNS a pour mission de mener une politique monétaire dans l'intérêt général du pays et d'assurer la stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la conjoncture.<sup>3</sup> En outre, dans les limites fixées par l'exigence de stabilité des prix, la BNS a pour mission de contribuer à la stabilité du système financier.<sup>4</sup> Le concept de politique monétaire mis en œuvre depuis la fin 1999 a permis à la BNS de remplir ses tâches avec succès tout au long de cette période. Ce succès d'autant plus remarquable que la dernière décennie a été caractérisée par de fortes turbulences internationales et de grands défis en termes de politique monétaire, notamment en raison de la crise financière actuelle.

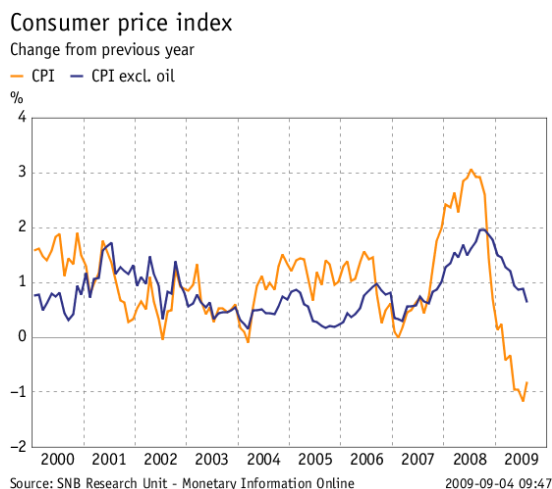
##### **Stabilité des prix assurée**

Le bilan du concept de politique monétaire en termes de stabilité des prix est excellent puisque l'inflation moyenne calculée sur la base de l'indice des prix à la consommation dépasse à peine 1% par an de 2000 à 2009. Cette inflation moyenne se situe dans la zone médiane de notre fourchette définissant la stabilité des prix. Si l'on sait que le laps de temps qui s'écoule entre une impulsion monétaire et le niveau des prix est de deux à trois ans, l'expérience de mise en œuvre du concept de politique monétaire pendant 10 ans offre une durée d'observation suffisamment longue pour affirmer que le concept est en mesure de remplir avec succès la principale mission de la BNS, à savoir la stabilité des prix. Ce succès ne peut être attribué au seul concept car la stabilité des prix régnait déjà en Suisse depuis 1994. La mise en place du concept en 2000 a donc bénéficié de circonstances très favorables puisque la crédibilité de la Banque était déjà bien établie et les anticipations d'inflation fermement ancrées.

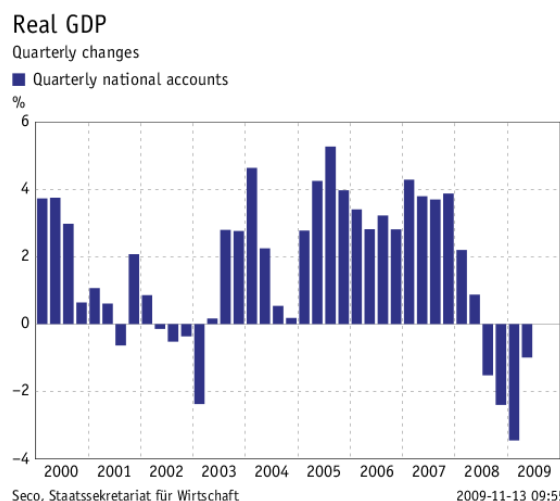
Une observation attentive du graphique 6 révèle une volatilité accrue de l'inflation à partir de 2008. La limite que nous assimilons à la stabilité des prix a été franchie aussi bien à la hausse en 2008 qu'à la baisse en 2009. L'inflation calculée sur la base de l'indice des prix à la consommation était supérieure à 2% durant une grande partie de 2008 avant de franchir la limite inférieure en devenant négative début 2009. Il convient ici de relever la particularité de l'épisode en raison de la volatilité inhabituelle du pétrole dont le prix est passé de 70 francs le baril au début 2007 à plus de 140 francs en 2008, avant de revenir à son niveau préalable dans la deuxième moitié de 2008. Comme l'illustre le graphique 6, l'inflation calculée sur la base de l'indice des prix à la consommation sans le prix du pétrole ne franchit à aucun moment la limite que nous assimilons à la stabilité des prix. L'inflation excessive observée en 2008 ainsi que la déflation survenue en 2009 sont donc imputables aux mouvements à la hausse et à la baisse du prix du pétrole.

<sup>3</sup> L'art. 5, al. 1, de la loi sur la Banque nationale stipule: «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.»

<sup>4</sup> Art. 5, al. 2, let. e, de la loi sur la Banque nationale.



Graphique 6: Inflation calculée sur la base de l'IPC



Graphique 7: Croissance réelle du PIB

La littérature économique est unanime à considérer que la contribution essentielle d'une banque centrale à l'essor de l'économie consiste à préserver la stabilité des prix. Le choix d'un objectif de stabilisation des prix à moyen terme nous permet de préserver la stabilité des prix et de réagir avec souplesse en exploitant la marge de manœuvre à notre disposition pour soutenir la conjoncture en cas de chocs extérieurs. Le graphique 7 montre que le produit intérieur brut n'a pas connu de contraction majeure durant les dix ans d'expérience du concept de la BNS, hormis lors de la crise actuelle qui revêt un caractère particulier. La politique monétaire menée par la BNS peut donc être qualifiée de réussie au sens de l'art. 5, al. 1, de la loi sur la Banque nationale.

Deux facteurs indépendants du concept de politique monétaire de la BNS ont sans doute aussi contribué au succès de sa politique. D'une part, la forte concurrence internationale – conséquence de la mondialisation croissante – et les avancées fulgurantes réalisées dans les technologies de l'information ont constitué un terrain favorable à la croissance, tout en atténuant les pressions inflationnistes. D'autre part, le fait que, depuis la création de la Banque centrale européenne, la politique monétaire a été, dans une grande partie de l'Europe, axée résolument sur le maintien de la stabilité des prix, a renforcé le front monétaire continental et évité que le franc suisse ne soit pris dans des tourmentes comparables à celles des années 1980.

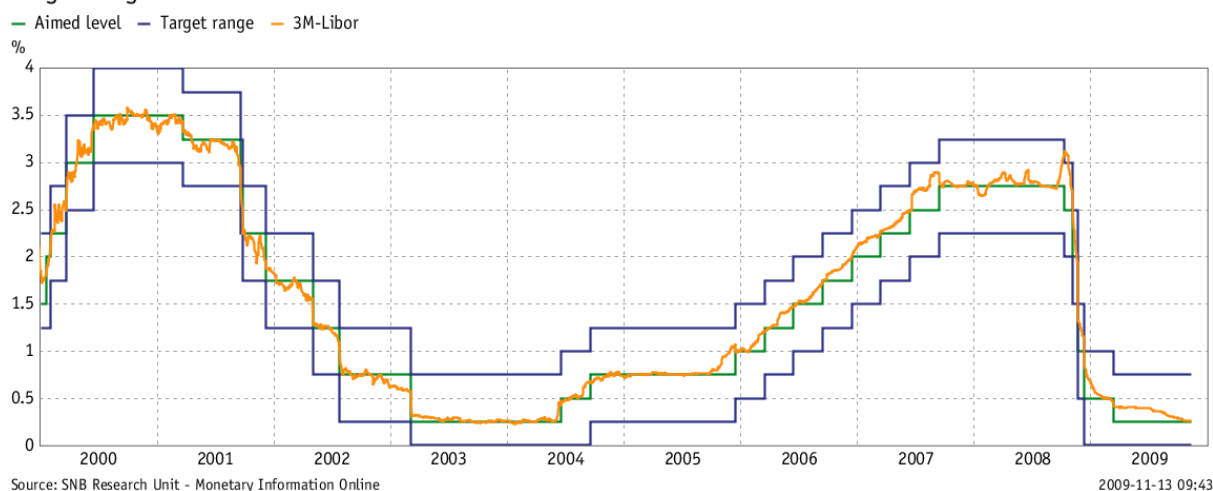
### Bon contrôle du Libor

Le concept de politique monétaire de la BNS connaît également un succès dans sa mise en œuvre. Une de ses particularités est que l'objectif opérationnel – le Libor à trois mois en francs suisses – n'est pas fixé par la BNS elle-même, mais par les forces du marché interbancaire. L'avantage d'un tel choix réside dans la pertinence de l'objectif opérationnel en tant qu'indicateur des conditions du marché monétaire et, comme le Libor sert de base à la fixation de nombreux taux commerciaux, des conditions du marché des crédits. L'inconvénient découle du fait que la BNS ne peut influencer qu'indirectement son objectif opérationnel au travers d'opérations *repos* à court terme menées avec des banques commerciales.

20 novembre 2009

12

### Target range for 3M-Libor



Graphique 8: Marge de fluctuation, niveau visé et réalisation du Libor à 3 mois

Pour juger les qualités opérationnelles de notre concept de politique monétaire, il faut jeter un regard sur la capacité de la BNS à piloter le Libor. Comme le montre le graphique 8, nous n'avons pas rencontré de grandes difficultés à cet égard. Le fait que notre pilotage indirect, au travers des ajustements des taux de nos *repos*, ait été couronné de succès tient en grande partie à la bonne compréhension de notre politique par les marchés. En effet, les opérations *repos* à très court terme n'ont d'influence sur le Libor à trois mois que dans la mesure où le marché anticipe correctement notre politique. Nous avons donc apporté un soin particulier à ce que notre concept et notre politique soient clairs et crédibles, ce qui nous a permis d'influencer de manière adéquate les attentes du marché et de mieux contrôler le Libor. Si les attentes du marché sont en phase avec notre politique, elles contribuent à faire bouger le Libor vers l'objectif que nous avons fixé. Un marché bien orienté peut en quelque sorte faire le travail de la banque centrale.

Le graphique 8 montre en effet que le Libor à trois mois s'est pratiquement toujours inscrit dans la marge de fluctuation que nous avons fixée et très proche du niveau central souhaité. Une certaine crainte de perte de contrôle du Libor est apparue lors de l'aggravation de la crise en octobre 2008. Durant deux semaines, le Libor a affiché un niveau nettement supérieur à la marge de fluctuation en raison, notamment, d'une forte demande de liquidités en francs en provenance d'Europe de l'Est, un segment de marché que nous ne pouvions pas alimenter à l'aide de nos instruments. Mais la mise en place de swaps avec la Banque centrale européenne, la Banque nationale de Pologne ainsi que la Banque centrale de Hongrie, permettant à ces trois institutions d'octroyer des crédits en francs dans leurs marchés respectifs, nous a redonné le contrôle de la situation. Cette capacité à contrôler le Libor témoigne de la bonne compréhension de notre concept de politique monétaire par les marchés financiers et représente un franc succès de la mise en œuvre de notre politique.

20 novembre 2009

13

## Meilleure intégration des questions relatives aux taux de change

Etant donné la grande ouverture de l'économie suisse et les liens très étroits que sa place financière entretient avec l'étranger, le cours du franc suisse a toujours forcé la BNS à considérer les questions de cours de change dans la mise en œuvre de sa politique sans pour autant poursuivre un véritable objectif de change. L'expérience des décennies précédentes avait montré que des conflits pouvaient survenir entre la politique de contrôle des agrégats monétaires et l'évolution des taux de change.

Nominal exchange rates (CHF per foreign currency)

— USD — EUR — JPY (100 JPY)



Source: SNB Research Unit - Monetary Information Online

2009-11-16 14:51

Graphique 9: Evolution des taux de change

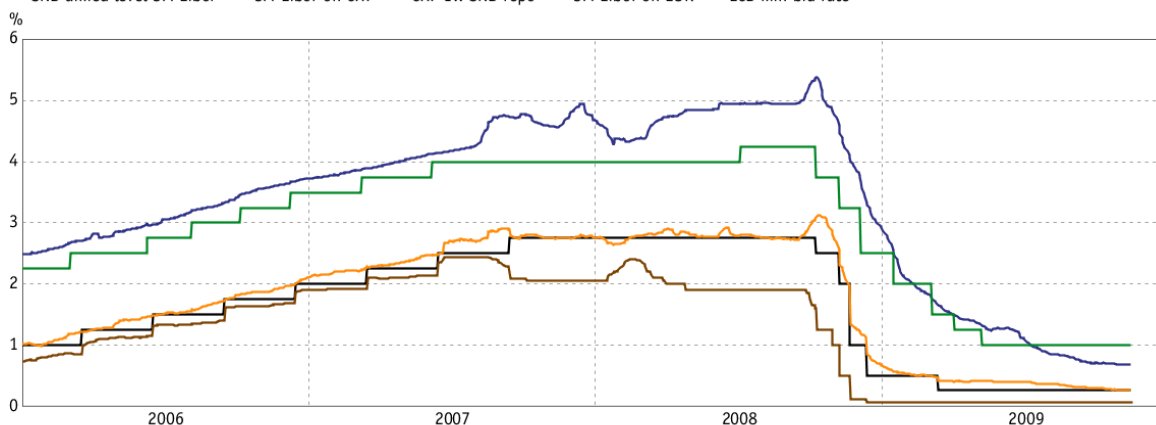
Le concept permet, au travers de deux mécanismes, de mieux tenir compte de l'évolution du marché des changes. En premier lieu, le cours du franc suisse intervient dans l'établissement de la prévision d'inflation. Un renforcement du franc conduit à une baisse de l'inflation future et, partant, crée une marge de manœuvre pour des baisses de taux. A l'inverse, une dépréciation accentue le risque d'inflation et laisse entrevoir des hausses de taux. L'évolution du taux de change affecte donc directement les éléments d'appréciation retenus pour les décisions de politique monétaire. En second lieu, l'existence d'une marge de fluctuation pour le Libor nous donne un degré de liberté nous permettant, le cas échéant, de réagir à des tensions sur le marché des changes. Si la BNS avait porté son choix d'objectif opérationnel sur un taux directeur à court terme (par exemple le taux *repos*), une telle flexibilité n'aurait pas été possible car toute déviation serait associée à un changement de politique. Notons toutefois que cette flexibilité n'a pas été véritablement exploitée depuis l'introduction du concept dans la mesure où nous n'avons jamais cherché à faire naviguer le Libor dans la partie supérieure ou inférieure de la marge de fluctuation. Nous avons une certaine aversion pour le *fine tuning*. En cas de perturbation majeure sur le marché des changes, nous préférons opter pour un déplacement de la marge plutôt que pour un glissement à l'intérieur de celle-ci. L'avantage d'un changement de politique est évidemment que ses motifs peuvent être facilement expliqués, alors qu'un glissement à l'intérieur de la marge est tellement subtil que son impact psychologique sur les marchés est négligeable.

## Choix judicieux de l'objectif opérationnel

Lors de l'élaboration du concept, à la fin des années 1990, la question du choix de l'objectif opérationnel avait fait l'objet de débats internes importants. Fallait-il opter pour un «taux directeur», comme celui que la Banque nationale applique aux crédits à court terme qu'elle octroie aux banques sous forme de *repos*, ou plutôt pour un taux représentatif des forces du marché interbancaire, donc hors de son contrôle direct ? Nous avons porté notre choix sur un taux du marché – le Libor à trois mois – car nous voulions que notre politique ait sur la demande globale un impact qui soit aussi maîtrisé que possible. Ce faisant, nous savions que nous nous écartions de la pratique la plus courante parmi les banques centrales. Au terme de dix ans d'expérience, nous constatons que ce choix a certainement contribué à la bonne efficacité de notre politique durant les dix dernières années et qu'il s'est révélé comme particulièrement judicieux au cours de la crise financière que nous venons de vivre. En effet, en gardant le Libor sous contrôle, nous avons neutralisé activement la détérioration des conditions du marché monétaire survenue brutalement durant la crise, détérioration qui a conduit à une hausse générale des primes de risque. En ajustant l'offre de liquidités, plus précisément en abaissant le taux *repos* afin de garder le Libor stable alors que des taux semblables montaient sur les marchés du dollar et de l'euro, nous avons pu mettre le marché suisse du crédit largement à l'abri des conséquences de la hausse généralisée des *spreads* de crédit. Comme la Banque centrale européenne applique une stratégie basée sur des taux directeurs, le différentiel entre le Libor à trois mois en francs et en euros (illustré par le graphique 10) s'est fortement élargi en 2008, passant de 150 points de base à 220 points de base. Notre concept de politique monétaire nous a donc conduits à être plus accommodants que les Européens au plus fort de la crise.

3M-Libor & repo rates

— SNB aimed level 3M-Libor — 3M-Libor on CHF — CHF 1W SNB repo — 3M-Libor on EUR — ECB min bid rate



Source: SNB Research Unit - Monetary Information Online

2009-11-16 14:49

Graphique 10: Taux repo (directeur) et Libor en francs suisses et en euros

## **Bonne intégration et bon contrôle de l'impact des mesures non conventionnelles**

La crise nous a montré que la politique monétaire conventionnelle atteint sa capacité expansionniste maximale, et ainsi sa limite naturelle, lorsque les taux d'intérêt tendent vers zéro. Chez nous, la nette dégradation de l'environnement économique au début 2009 a nécessité une impulsion monétaire nouvelle, en mars 2009, alors que nous n'avions quasiment plus de marge pour abaisser nos taux. Nous avons dû recourir à des mesures non conventionnelles afin d'injecter des liquidités supplémentaires dans l'économie, donc procéder à du *quantitative easing*.

Notre concept actuel permet l'intégration des mesures non conventionnelles dans une appréciation globale de l'impact des décisions monétaires prises à un moment donné. En effet, l'évolution des agrégats monétaires, fortement influencée par les injections non conventionnelles de liquidités, est une variable importante de certains des modèles retenus pour l'établissement de notre prévision d'inflation. Cette dernière nous montre ainsi l'impact probable des mesures prises, ce qui nous permet de les doser. Cette source d'information nous est extrêmement utile alors que les indicateurs de taux d'intérêt ne peuvent plus jouer leur rôle puisqu'ils ne peuvent tomber en-dessous de zéro. La prévision d'inflation nous aidera ainsi à déterminer le moment propice à l'abandon des mesures non conventionnelles. En garantissant un cadre continu d'observation de l'impact de la politique monétaire, notre concept représente un avantage important par rapport à la gestion des agrégats monétaires où chaque choc sur l'offre ou la demande de liquidité brouillait les cartes et demandait la définition d'un nouvel objectif opérationnel.

## **5. Conclusion**

Le bilan que nous tirons au terme de dix années de mise en œuvre de notre concept de politique monétaire est donc largement positif sur les plans politique et opérationnel.

Sur le plan politique, la stabilité des prix a pu être préservée sans que la conjoncture ne connaisse de contraction majeure, ce qui correspond au mandat légal de la Banque. Pourtant, notre environnement a subi d'importants chocs: la création de l'euro, des turbulences internationales et la crise financière. La prévision trimestrielle d'inflation, établie à l'aide d'une large palette d'indicateurs et de modèles, s'est révélée être particulièrement utile. Elle nous a guidés avec succès dans nos décisions en matière de taux d'intérêt. De plus, lorsque les taux se sont retrouvés proches de zéro, elle nous a permis de contrôler, du moins grossièrement, l'impact sur l'inflation des mesures non conventionnelles que nous étions amenés à prendre. La prévision d'inflation nous incite à être rationnel, quel que soit le chemin pris par notre politique.

Sur le plan opérationnel, notre décision de piloter le Libor à trois mois a été un pari audacieux mais gagnant. Il était audacieux car le taux à trois mois n'est pas sous l'influence directe des opérations de crédit de la BNS et dépend largement des forces du marché, donc de la perception de notre politique. Il a été gagnant car en guidant l'évolution du Libor à trois mois, nous avons pu influencer les conditions de crédit en Suisse, ce qui s'est révélé particulièrement utile durant la crise financière. Au cours des

20 novembre 2009

16

dix dernières années, le Libor a toujours pu être maîtrisé et placé là où il devait créer les meilleures conditions pour le développement de notre économie.

Pourquoi notre concept a-t-il pu résister dix ans alors que le précédent devait être révisé fréquemment? Avons-nous trouvé la formule magique de la politique monétaire? Certainement pas. Si le concept des dix dernières années a mieux résisté à l'usure du temps, cela tient au fait qu'il est avant tout une méthode de travail dont les composantes instrumentales évoluent au gré de l'expérience et des percées de la science économique. L'approche monétariste constituait un cadre rigide, une vision quasiment définitive du lien entre la politique monétaire et les prix, difficilement adaptable dans un environnement en continu changement.

Cela dit, le concept de politique monétaire, aussi bon soit-il, ne peut se substituer au jugement de ceux qui sont en charge de prendre les décisions. Sa grande qualité est de créer un cadre rationnel d'appréciation fournissant un diagnostic scientifique de la situation du moment et des options politiques envisageables. Il constitue un appui majeur pour les prises de décisions de la Direction générale en matière de taux mais ne peut prétendre dicter les mesures.

Malgré les avancées de la science économique, la politique monétaire reste donc un art...