

**Embargo: 31 mai 2012, 10 h 00**

# **La politique monétaire n'est pas toute-puissante**

Jean-Pierre Danthine\*

Vice-président de la Direction générale

Banque nationale suisse

*Journée Solutions Bancaires*

Genève, 31 mai 2012

---

\* Je remercie vivement Anna Faber, Adriel Jost, Peter Kuster et Pierre Monnin pour leur soutien dans la préparation de ce discours. Je suis également reconnaissant à Till Ebner, Rita Kobel et Claudia Strub pour leurs commentaires judicieux.

Mesdames et Messieurs,

C'est un grand plaisir pour moi d'être avec vous aujourd'hui. Pour commencer, permettez-moi de remercier les organisateurs d'Unicore de leur invitation à participer à la 14<sup>e</sup> *Journée Solutions Bancaires*, qui se tient ici à Genève.

Aujourd'hui, je vais m'arrêter sur ce que la politique monétaire peut et ne peut pas faire. Je voudrais préciser à quel moment les pouvoirs et responsabilités des banques centrales s'arrêtent, et quand ceux de la politique budgétaire et du secteur privé commencent. Je vous entends déjà vous demander «Pourquoi se concentrer sur ce sujet maintenant? Nous sommes au milieu d'une crise; ne devrait-il pas se demander ce que les banques centrales peuvent faire plutôt que ce qu'elles ne peuvent pas faire?». Ma réponse à cette question est la suivante: même si les mesures de politique monétaire prises ces dernières années ont eu un effet stabilisateur, la politique monétaire a aujourd'hui atteint un degré de prééminence qui comporte le risque d'une surestimation de son pouvoir et de son champ d'action. Or les banques centrales sont loin d'être toutes-puissantes. Pour développer cette idée, je vais passer en revue les différentes options disponibles lorsque les taux sont proches de zéro, ainsi que les risques associés aux mesures actuelles. Je commencerai par examiner ces questions en termes universels avant de me concentrer sur le cas très particulier de la Suisse.

## **Les options politiques avec des taux proches de zéro: l'approche traditionnelle**

La théorie macroéconomique conventionnelle stipule que, lorsque les taux d'intérêts sont proches de zéro, la politique monétaire devient inefficace, et les actions de politique économique devraient se concentrer sur les mesures budgétaires. La représentation standard de l'économie par le modèle IS/LM (illustration 1) résume ce point de vue. Comme vous pouvez le voir, la situation économique est décrite à l'aide de deux variables-clés, le taux d'intérêt et la production (ou PIB). L'équilibre économique est représenté par le croisement de la courbe IS, qui correspond aux niveaux de taux d'intérêt et de PIB qui équilibrent l'épargne et l'investissement, et de la courbe LM, qui représente les combinaisons de ces deux variables qui équilibrent la demande et l'offre de monnaie.

Une politique monétaire expansionniste correspond au déplacement de la courbe LM vers la droite. Toutefois, quand les taux d'intérêt sont proches de zéro, la courbe LM est horizontale. Dans ce cas, déplacer une horizontale vers la droite n'a absolument aucun impact sur l'intersection des courbes IS et LM, et donc sur le niveau d'équilibre de la production. La politique monétaire conventionnelle devient ainsi inefficace. Intuitivement, si les taux d'intérêt sont proches de zéro, ils ne peuvent pas être abaissés davantage; or c'est précisément en diminuant les taux d'intérêt que la politique monétaire peut avoir un effet stabilisateur sur l'économie réelle.

A l'opposé, lorsque les taux d'intérêt sont proches de zéro, les bénéfices potentiels de la politique budgétaire sont les plus marqués. Comme le suggère le même diagramme, c'est précisément quand la courbe LM est plate qu'il devient le plus intéressant de recourir à la politique budgétaire. C'est le cas car un stimulus budgétaire n'est alors pas contrecarré par une augmentation des taux d'intérêt – qui entraînerait un effet d'éviction de l'investissement privé – et se traduit donc complètement par une augmentation de la production (illustration 2).

### **Les défis associés aux déséquilibres budgétaires**

Bien évidemment, le fonctionnement du modèle IS/LM est plus simple que celui de l'économie réelle. En pratique, l'efficacité de la politique budgétaire, même lorsque les taux d'intérêt sont proches de zéro, est plus ambiguë. Il y a plusieurs raisons à cela. Les processus de décision du gouvernement peuvent, par exemple, être laborieux, de telle façon que le stimulus budgétaire peut ne pas être mis en place lorsqu'il est le plus nécessaire<sup>1</sup>. De la même manière, le stimulus budgétaire peut prendre du temps avant de produire ses effets ou, dans le cas d'une petite économie ouverte, il peut s'évaporer en une simple augmentation des importations. Quoi qu'il en soit, la racine des défis actuels est différente. Elle réside dans le fait que de nombreux pays disposent d'une marge de manœuvre trop restreinte pour pouvoir prendre des mesures de politique budgétaire. Il en résulte qu'il devient de plus en plus difficile, voire impossible, pour les autorités publiques de recourir à

---

<sup>1</sup> Une illustration de ce point est donnée par la discussion de l'impact des mesures budgétaires en Suisse entre 2008 et 2010, voir *Die Konjunkturmassnahmen des Bundes 2008-2010: Evaluation der Konzeption und Umsetzung der Stabilisierungsmassnahmen*, Contrôle fédéral des finances, mai 2012.

la politique budgétaire pour soutenir la reprise, même si cette politique semble être l'outil prédestiné.

La majorité des économies développées auraient été mieux à même de faire face à la situation actuelle si leurs réserves budgétaires avaient été plus importantes au début de la crise. Dans bien des cas, les ratios dette publique/PIB étaient déjà proches de 60%, voire au-dessus. Or depuis 2008, de nombreux gouvernements ont activement utilisé la politique budgétaire pour combattre les effets de la crise et pour refinancer les banques. Il en résulte que les ratios dette publique/PIB des pays du G7, pour prendre un exemple, ont augmenté en moyenne non-pondérée de près de 30 points (illustration 3), avec pour conséquence que de nouveaux stimuli budgétaires sont aujourd'hui pratiquement exclus.

### **La politique monétaire de nouveau en première ligne**

C'est donc un peu en dernier recours que les banques centrales se sont à nouveau retrouvées en première ligne en matière de politique économique.

Compte tenu de la crise actuelle, la politique monétaire s'est avérée plus efficace que ne pourrait le suggérer le modèle IS/LM. Cela s'explique surtout par le fait que les banques centrales ont combiné différentes mesures conventionnelles et non conventionnelles pour contribuer à créer des conditions propices à la croissance économique, dans un contexte de risques de déflation. Ici, le but a souvent été d'influencer de manière directe les taux d'intérêt à long terme, étant donné qu'il n'était plus possible d'influencer les taux à court terme. Plusieurs banques centrales ont ainsi acheté des actifs pour mettre sous pression les rendements à long terme (*quantitative easing*). Dans le même but, certaines ont allongé la maturité des avoirs de leur bilan, alors que d'autres ont acquis des actifs du secteur privé pour contribuer à assouplir les conditions du marché (*credit easing*). Enfin, d'autres encore ont procédé à des interventions sur le marché des changes pour réduire la pression sur le secteur des exportations et assouplir les conditions monétaires. Certaines ont encore pris des engagements à long terme, implicites ou explicites, pour favoriser des anticipations de taux futurs bas.

L'envergure de l'intervention des banques centrales a été substantielle, comme l'indiquent par exemple les bilans cumulés des banques centrales aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro, au Japon, en Chine et en Suisse. Leur total s'élève à près de 14 billions de

dollars des Etats-Unis (illustration 4), soit plus de 30% du PIB de ces zones monétaires. Ces mesures exceptionnelles de politique monétaire semblent avoir effectivement exercé une pression à la baisse sur les taux d'intérêt, soutenant ainsi l'économie réelle dans l'esprit du modèle IS/LM.

### **Quels sont les risques associés à ces politiques?**

Malgré ces effets positifs à court terme, je voudrais d'abord souligner que le message général du diagramme IS/LM n'a pas été invalidé par les actions récentes des banques centrales. C'est-à-dire que lorsque les taux d'intérêts sont proches de zéro, la politique budgétaire est la plus indiquée et la politique monétaire perd de son efficacité.

En outre, le *policy-mix* actuel comporte des risques sur lesquels j'aimerais maintenant attirer votre attention. Ma principale préoccupation est que le public puisse être conduit à surestimer l'impact de l'action des banques centrales et l'adéquation de leur intervention chaque fois que la situation économique est jugée insatisfaisante. Les banques centrales pourraient ainsi être perçues comme étant toutes-puissantes, alors que de telles attentes sont loin d'être réalistes. Des marchés financiers troublés et des circonstances économiques dangereuses ont requis la mise en place de mesures exceptionnelles. Même si ces mesures ont un impact bienvenu à court terme, les banques centrales doivent rester concentrées sur leur mission fondamentale qui est d'assurer la stabilité des prix. A long terme, c'est là leur contribution au bien-être économique. La politique monétaire ne crée pas de richesse pour et par elle-même. Ce sont les forces innovatrices et entrepreneuriales du secteur privé, et non pas des mesures de politique monétaire de court terme, qui sont les moteurs d'une croissance réelle et durable.

Est-ce que les mesures créant de la liquidité à court terme constituent un risque pour la stabilité des prix? Il est souvent fait allusion à ce risque, et les banques centrales sont pleinement conscientes que chaque mesure doit être analysée rigoureusement et de manière suivie afin de prévenir toute résurgence d'inflation à moyen terme. Dans tous les cas, des moyens bien identifiés existent, permettant d'inverser rapidement les effets de l'abondance de liquidités, même s'il est vrai que le *timing* de telles mesures «de sortie» constitue une délicate question d'analyse monétaire.

Des liquidités abondantes et de longues périodes de taux d'intérêt bas représentent, par contre, un risque aujourd'hui reconnu pour la stabilité financière. Une des leçons tirées de la crise récente est que la stabilité des prix n'est pas suffisante pour garantir la stabilité financière. De nombreuses banques centrales accordent donc un plus grand poids aux questions de stabilité financière dans leur processus de décision. A cette fin, plusieurs d'entre elles envisagent maintenant l'utilisation de nouveaux instruments spécifiques («macroprudentiels») pour répondre directement aux risques pour la stabilité financière.

Il vaut également la peine de se demander si l'activisme récent des banques centrales peut nuire à leur indépendance. Plusieurs critiques avancent que, par la mise en place de mesures telles que le *quantitative easing* et le *credit easing*, les banques centrales auraient parfois adopté des politiques «quasi-budgétaires» et que les frontières entre les politiques budgétaire et monétaire auraient ainsi été brouillées. Or l'indépendance des banques centrales est un concept délicat en démocratie. L'objectif est d'éviter que l'incohérence temporelle des politiques poursuivies ne conduise à des résultats néfastes pour l'ensemble de l'économie. En d'autres termes, l'indépendance permet aux banques centrales de se concentrer sur la stabilité des prix dans l'intérêt du pays à long terme, plutôt que de donner la priorité aux demandes à court terme de groupes d'intérêt politiques ou économiques spécifiques. Actuellement, l'utilisation de mesures non conventionnelles est largement justifiée par le fait que les taux d'intérêt sont proches de zéro et que la marge de manœuvre sur le plan de la politique budgétaire est très restreinte. Ce sont des réponses exceptionnelles à des circonstances exceptionnelles, et elles doivent le rester.

Finalement, il est important de reconnaître que, par l'accroissement de leurs bilans, les banques centrales ont dû assumer des risques financiers plus importants. Plusieurs banques centrales ont acquis des obligations quand les taux d'intérêts étaient très bas. Elles sont donc exposées à un fort risque de taux, qui pourrait conduire à des pertes comptables importantes, voire à des positions négatives en matière de fonds propres. A court terme, cela n'est pas un problème car la capacité des banques centrales à remplir leur mandat n'est pas affectée. Après tout, une banque centrale a le privilège de pouvoir émettre de la monnaie et ne peut donc manquer de liquidités. De plus, elle est normalement en mesure de reconstituer ses fonds propres à long terme. Toutefois, même pour une banque centrale, il

n'est pas souhaitable de connaître une longue période durant laquelle ses fonds propres affichent un niveau négatif car cela pourrait engendrer des doutes sur sa crédibilité<sup>2</sup>.

## **La Suisse: un cas très spécial**

Bien que les récentes crises aient sévi à l'échelle mondiale de par leur nature, chaque pays a dû définir une politique en réponse aux circonstances particulières qui l'affectent. Le cas de la Suisse est très particulier, parce que la marge de manœuvre budgétaire n'est pas épuisée dans notre pays alors que le défi majeur auquel nous sommes confrontés vient de la force exceptionnelle de notre monnaie. Comme nous le savons tous, la montée des incertitudes et l'aversion exacerbée au risque qui en a résulté a conduit le franc à un niveau record au début d'août 2011, posant un risque conjoncturel et de développements déflationnistes sévère. Comme déjà indiqué, la politique budgétaire restait un moyen concevable pour contrer ce problème: le ratio dette/PIB de notre pays est inférieur à 40% et le budget du secteur public est demeuré excédentaire durant les six dernières années. Toutefois, la très forte surévaluation du franc menaçait en premier lieu le secteur suisse des exportations, et la Suisse n'était évidemment pas en position de stimuler l'ensemble de la demande économique mondiale. Dans ce cas précis, le recours à la politique budgétaire n'était pas indiqué. C'était donc à la BNS d'agir. Cette dernière a pris des mesures dans le but d'affaiblir le franc de manière substantielle et durable. Après avoir décidé une augmentation exceptionnelle des liquidités en août, la BNS a annoncé, le 6 septembre 2011, qu'elle ne tolérerait dorénavant plus de cours inférieur à 1,20 franc pour un euro. Cette mesure reste le cœur de la politique monétaire suisse. La situation de l'économie suisse dans le contexte mondial actuel ne justifie aucun resserrement des conditions monétaires, et il devrait en être ainsi dans un avenir prévisible. La BNS continue à faire prévaloir le cours plancher avec toute la détermination requise et à cette fin, elle est toujours prête à acheter des devises en quantité illimitée.

Sur le plan conceptuel, le cours plancher n'est pas une mesure d'assouplissement quantitatif, et la plupart de mes commentaires génériques ne s'applique donc pas strictement au cas de la Suisse. Les risques découlant de cette mesure sont cependant plus ou moins analogues à ceux que je viens de décrire. Le premier de ces risques est que le

---

<sup>2</sup> Voir Thomas J. Jordan (28 septembre 2011) pour plus de détails sur ce sujet.

cours plancher peut apparaître comme une mesure simple et allant de soi, pouvant aussi susciter l'impression que la politique monétaire est la solution de tous les problèmes, voire qu'elle est toute-puissante. Ce n'est évidemment pas le cas. La politique monétaire n'a ni le pouvoir ni la mission de protéger l'économie suisse de tous les chocs auxquels elle peut être soumise. L'objectif du cours plancher est d'empêcher les développements les plus défavorables dans un contexte de taux d'intérêt proche de zéro. Il n'est pas la réponse à tous les défis auxquels l'économie suisse fait face, comme il ne peut pas être mis en place à n'importe quel niveau ni sans aucun risque.

Le mandat de la BNS reste d'assurer la stabilité des prix. Le cours plancher a diminué les risques de déflation et de récession associés à une monnaie extrêmement surévaluée. Il s'inscrit pleinement dans la poursuite de notre mandat. En outre, il n'y a pas de risques d'inflation en Suisse dans un avenir prévisible. Par contre, la BNS reconnaît que la longue période de taux d'intérêt bas que nous traversons constitue un danger pour la stabilité du système financier. Les marchés hypothécaire et immobilier sont animés, et les inquiétudes sur la possible formation de déséquilibres pouvant conduire à des corrections de prix et à des pertes substantielles dans le secteur bancaire suisse sont bien présentes. Il n'y a pas de doute, cependant, que compte tenu de l'incertitude économique à l'échelle mondiale et de la situation conjoncturelle de l'économie suisse, le niveau actuel des taux d'intérêt et le cours plancher sont indispensables. Les préoccupations concernant le marché immobilier doivent donc être traitées par d'autres moyens. La BNS préconise à cette fin l'introduction d'un volant anticyclique de fonds propres, un instrument macro-prudentiel ciblé sur la situation spécifique que nous connaissons. Si la recommandation de la BNS est mise en œuvre, les banques seront légalement contraintes de satisfaire des exigences spécifiques en matière de fonds propres dès lors que certains indicateurs des marchés immobilier et hypothécaire montreraient les signes d'une croissance non soutenable.

Le concept d'une banque centrale indépendante jouit d'une large reconnaissance dans notre pays. Le fait qu'une politique monétaire indépendante sert au mieux les intérêts du pays n'est que rarement contesté. Dans les circonstances actuelles exceptionnelles, la mise en place du cours plancher a reçu un vif soutien de la part des acteurs économiques et politiques en Suisse et à l'étranger. Tant le FMI que l'OCDE ont récemment confirmé que



cette mesure était une réponse appropriée<sup>3</sup> aux risques de contraction économique et de déflation présents dans notre pays<sup>4</sup>. Etant donné l'alignement parfait de cette mesure extraordinaire de politique monétaire avec la poursuite du mandat de stabilité des prix de la BNS, on peut penser que le statut d'indépendance de la Banque restera fortement ancré à l'avenir comme cela a été le cas dans le passé.

Finalement, il est important de considérer les risques associés à la croissance du bilan de la BNS. Notre bilan est devenu plus volatil, principalement à la suite de l'augmentation de sa taille – il est quatre à cinq fois plus grand qu'il ne l'était en 2007 – mais aussi à cause de la volatilité de l'environnement dans son ensemble. Durant les deux dernières années, les risques se sont manifestés à la fois de manière positive et négative. En 2010, par exemple, la BNS a subi sa plus grande perte, mais, en 2011, elle a également réalisé un des bénéfices les plus importants de son histoire. L'augmentation considérable de notre bilan annuel, le risque de taux de change inévitablement associé à nos réserves de devises et la dépendance aux développements du marché de l'or et des capitaux signifient qu'une grande volatilité caractérisera les résultats annuels de la BNS dans un avenir proche.

Sur ce plan, il faut souligner que les considérations de politique monétaire ont toujours la priorité sur celles liées aux risques de notre bilan. Cela vaut donc la peine de le répéter: l'environnement international reste marqué par de très grandes incertitudes. Une appréciation du franc exposerait l'économie suisse à des risques considérables tant pour la stabilité des prix que pour la situation conjoncturelle. Compte tenu de cet état de fait, la Banque nationale fera prévaloir le cours plancher avec toute la détermination requise. Elle est prête à prendre à tout moment des mesures supplémentaires si les perspectives économiques et la menace de déflation l'exigent.

## **Conclusion**

Pour conclure, je voudrais résumer mon message. Les mesures non conventionnelles que la BNS et d'autres banques centrales continuent à mettre en œuvre sont des réponses taillées sur mesure à des circonstances exceptionnelles. Leur impact ne doit cependant pas être surestimé, et les risques qui y sont associés doivent être reconnus. Les banques centrales

---

<sup>3</sup> OCDE (2012).

<sup>4</sup> FMI (2012).

sont les gardiens de la stabilité des prix. En prenant en considération la situation économique au sens large, elles peuvent promouvoir des conditions qui contribuent à la croissance. Mais elles ne sont pas toutes-puissantes. La politique monétaire en elle-même ne crée pas de richesse, seuls les acteurs financiers et économiques peuvent exploiter le meilleur de leurs talents innovateurs, technologiques et créatifs pour générer de la valeur et promouvoir une croissance durable.

## Références:

Gurria, Angel, Secrétaire général de l'OCDE. 2012. *Policy priorities for a stronger, cleaner and fairer Swiss economy*. Remarques introductives lors du lancement de l'Etude économique de la Suisse. OCDE, 24 janvier 2012.

FMI. 2012. Suisse: 2012. *Article IV Consultation-Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion. Statement by the Executive Director for Switzerland*. IMF Country Report No. 12/106. Mai 2012.

Jordan, Thomas. 2011. *La BNS a-t-elle besoin de fonds propres?* BNS. Exposé tenu devant la Société de statistique et d'économie politique. Bâle. 28 septembre 2011.

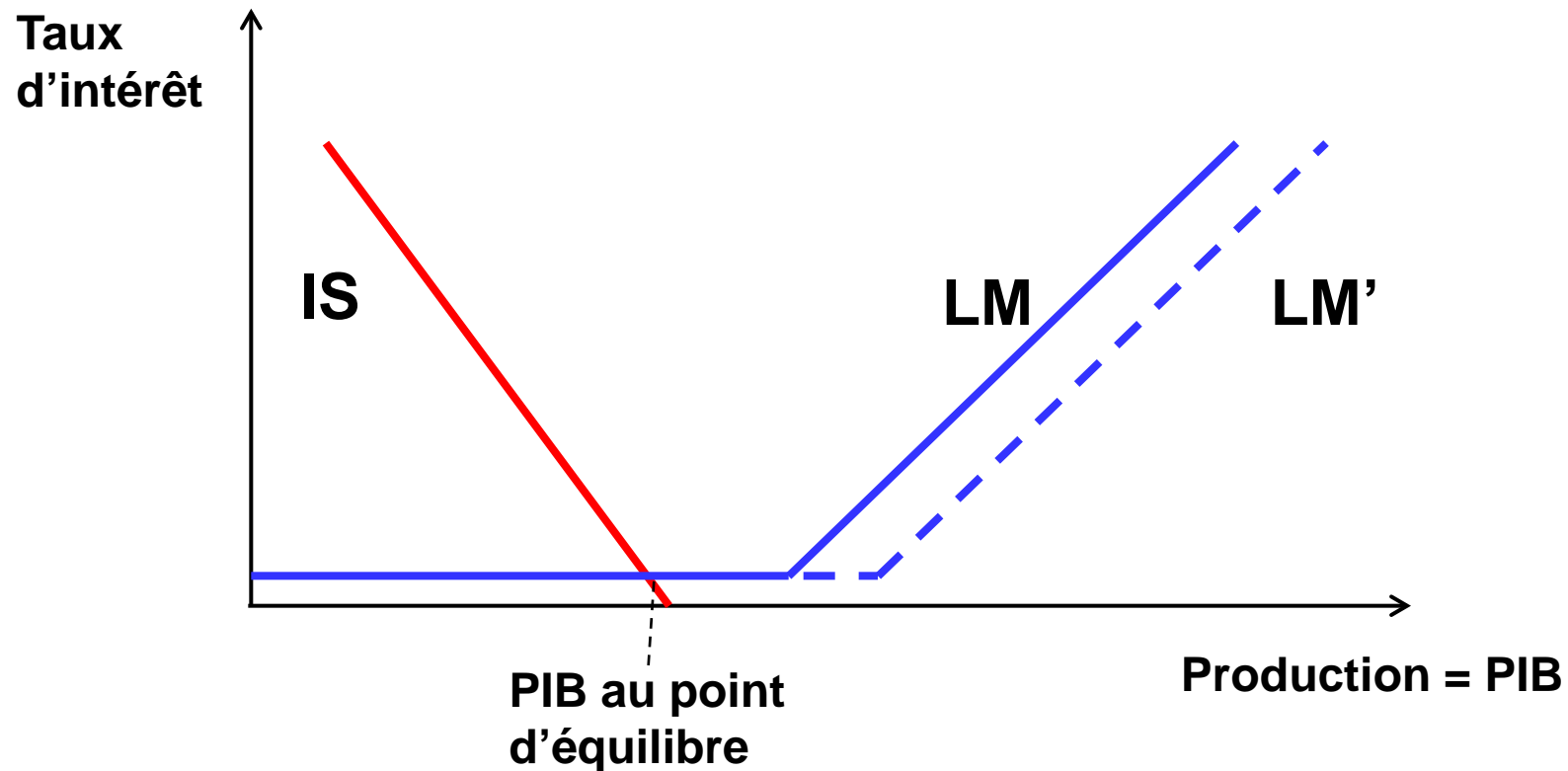
# **La politique monétaire n'est pas toute-puissante**

**Jean-Pierre Danthine**

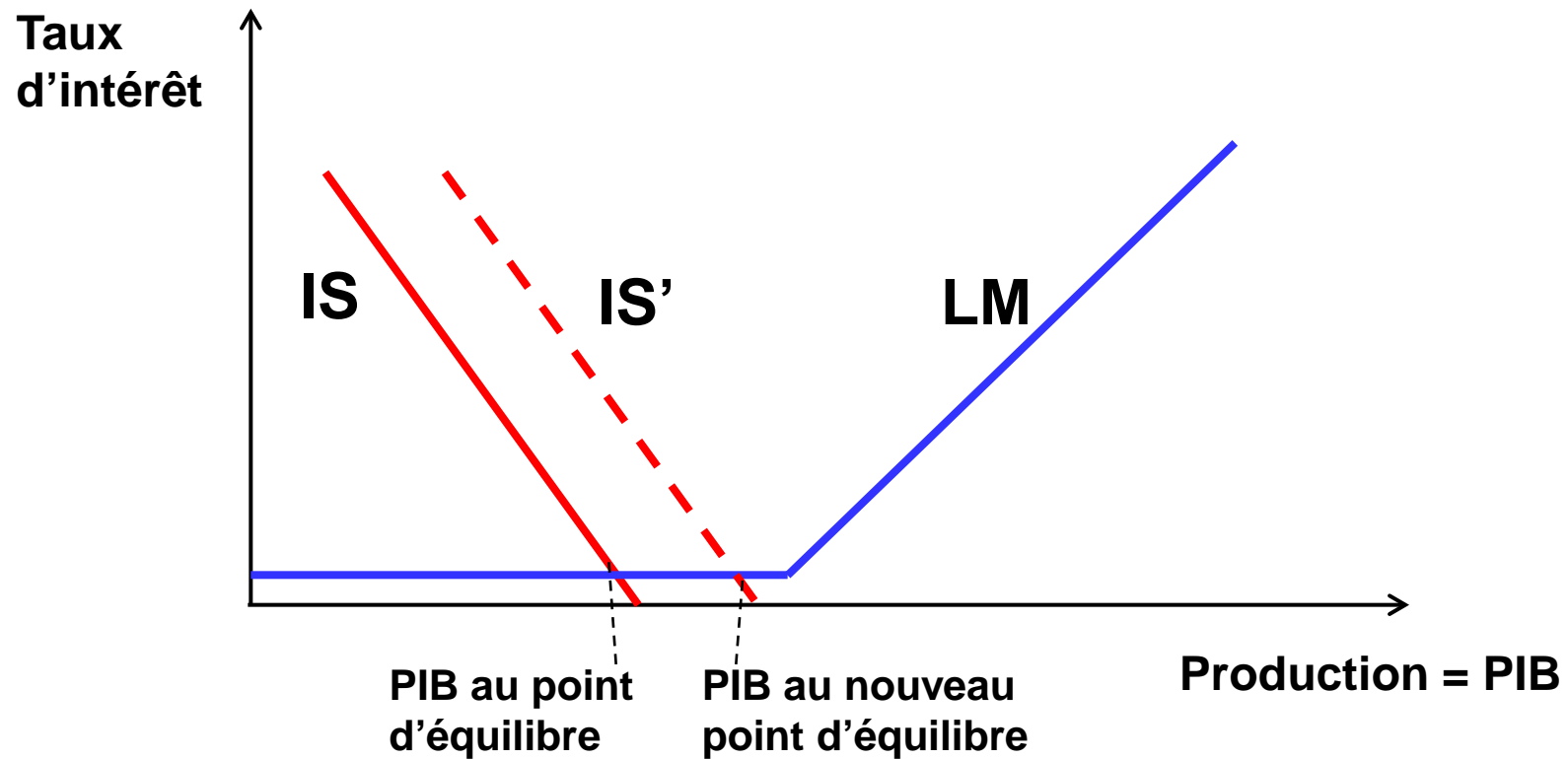
Vice-président de la Direction générale  
Banque nationale suisse

Journée Solutions Bancaires, Genève, 31 mai 2012

# Politique monétaire avec un taux d'intérêt à zéro



# Politique fiscale avec un taux d'intérêt à zéro

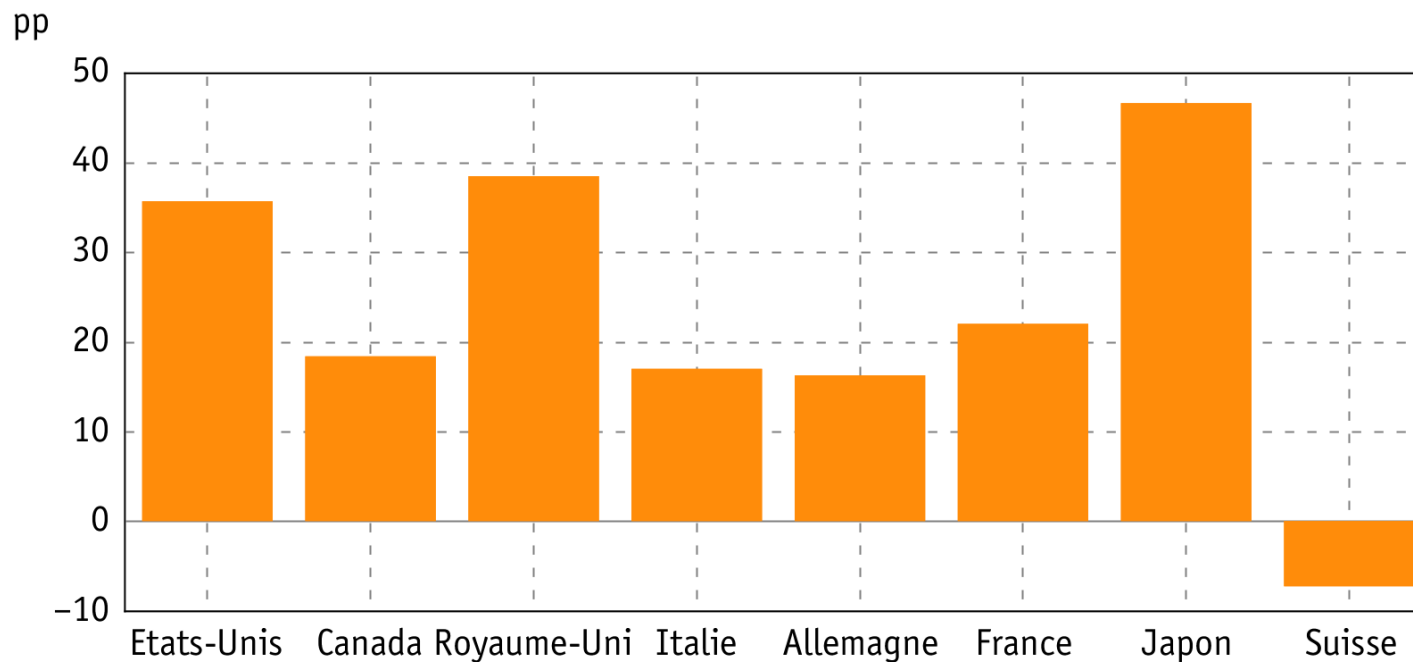




# Ratios dette publique/PIB

## Dette publique, en % du PIB

Variation de la dette publique dans les pays du G7 et en Suisse entre 2007 et 2011, en points



Sources: SNB Markets Analysis Platform et estimations FMI.

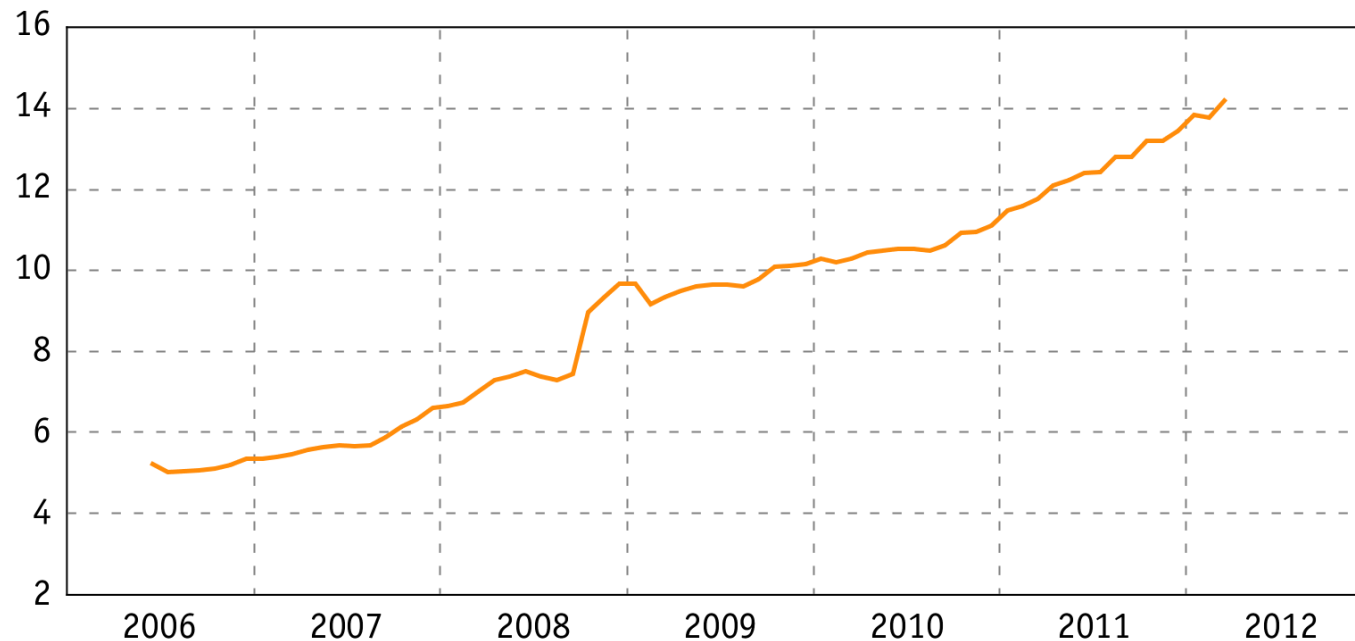


# Gonflement du bilan des banques centrales

## Somme des bilans des principales banques centrales

— Fed, Banque d'Angleterre, BCE, Banque du Japon, BPC et BNS

En billions de dollars des Etats-Unis



Sources: SNB Markets Analysis Platform et Bloomberg & Datastream.

30.05.2012 09:58:00