

Aspects internationaux de la politique monétaire

Hans Meyer

Président de la Direction générale

Banque nationale suisse

Chambre France-Suisse pour le Commerce et l'Industrie

Genève, 20 mai 1998

Le 1er janvier prochain, la monnaie unique européenne fera son apparition dans onze pays de l'Union européenne. L'avènement de cette nouvelle monnaie va de pair avec le partage de l'exercice de la souveraineté monétaire. Ce partage exposera les pays de la zone euro à une situation foncièrement nouvelle.

Pour la Suisse, la monnaie unique européenne, pour importante qu'elle puisse être, ne créera pas une situation entièrement nouvelle. Les conséquences que l'euro pourrait avoir, le cas échéant, sur l'économie suisse ne nous sont pas inconnues en principe. Fondamentalement, elles ne constituent qu'une nouvelle expression d'une difficulté traditionnelle de l'application de la politique monétaire dans une petite économie ouverte, à savoir celle qui a trait à la prise en compte judicieuse des influences de l'étranger.

Mon objectif aujourd'hui est donc de m'entretenir avec vous de façon générale de ces aspects internationaux de la politique monétaire. Je terminerai mon exposé par quelques considérations sur les spécificités de la monnaie unique européenne, ainsi que les conséquences pour la Suisse et sa politique monétaire.

Au préalable, et afin de mettre cette discussion en perspective, je me pencherai brièvement d'abord sur le mandat de la Banque nationale, ensuite sur le concept qui préside à l'application de la politique monétaire et enfin sur les principales difficultés qui surgissent lors de l'application de ce concept. Ces principales difficultés ont trait, à côté des influences de l'étranger, à l'utilisation d'un agrégat monétaire comme cible intermédiaire, à l'appréciation de la situation économique et aux liens entre monnaie et inflation.

### **Le cadre général**

Commençons par le mandat de la Banque nationale, tel qu'il est fixé dans la constitution. D'après ce mandat, nous devons adopter une politique monétaire qui serve les intérêts généraux du pays. Compte tenu des autres dispositions légales relatives à la politique économique, cela signifie en principe que la Banque nationale doit accorder la priorité à la stabilité des prix.

Je tiens à souligner qu'une politique visant la stabilité des prix n'est pas dans toutes les circonstances synonyme de politique monétaire restrictive. Elle l'est, si des pressions inflationnistes menacent la stabilité des prix. En revanche, si la pression sur les prix est

faible, voire nulle, une politique monétaire souple peut être indiquée pour combattre d'éventuelles tendances déflationnistes.

L'application d'un tel mandat nécessite un concept. Le concept actuellement utilisé par la Banque nationale repose sur un objectif monétaire intermédiaire. Il est fondé sur l'idée que l'inflation est essentiellement un phénomène monétaire. Par conséquent, en contrôlant la croissance de l'offre de monnaie, on contrôle l'inflation. Il est qualifié d'intermédiaire parce que l'objectif monétaire n'est pas un but en soi, mais un moyen pour atteindre la stabilité des prix.

Cet objectif monétaire est défini sur le moyen terme. Il nous donne la direction dans laquelle doit porter notre action, mais il nous laisse une marge de manoeuvre nous permettant de tenir compte de la situation économique. Du fait de la nature de moyen terme de cet objectif, nous ne cherchons pas à ce que la croissance effective de la masse monétaire corresponde chaque année à l'objectif. Si nous le faisons, nous étranglerions l'expansion au début du cycle économique. Mais cela signifie aussi qu'à un certain point du développement conjoncturel, il nous faut tirer sur les rênes de la politique monétaire. Un resserrement est nécessaire si nous voulons éviter l'emballement de l'économie avec comme corollaire une pression exagérée sur les prix.

Lors de son application, ce concept simple dans son principe essentiel se heurte à plusieurs difficultés. Permettez-moi de m'arrêter sur quelques-unes d'entre elles.

Une première difficulté a trait au choix d'un agrégat monétaire particulier comme cible intermédiaire. Il existe en effet plusieurs manières de définir la monnaie. Parmi les diverses définitions possibles, la Banque nationale privilégie la monnaie centrale. Cette dernière est formée des billets de banque et des avoirs en compte de virement des banques auprès de l'institut d'émission.

Cependant, il arrive parfois, comme cela a été le cas l'an passé, que l'évolution de la monnaie centrale soit dictée par des mouvements autonomes sans rapport avec l'évolution de l'économie. Dans ce cas, il nous faut recourir à d'autres agrégats. Ainsi, depuis l'an passé, nous accordons une attention soutenue à l'évolution de l'agrégat monétaire  $M_3$ , qui est un agrégat de définition large.

Une deuxième difficulté apparaissant lors de l'application de notre concept de politique monétaire a trait à l'appréciation de la situation économique. Notre objectif de moyen terme signifie que nous ne devons pas mois après mois, ni année après année, suivre

docilement une ligne monétaire pré-fixée. Non seulement nous pouvons, mais nous devons tenir compte de l'état de la situation conjoncturelle en tant qu'indicateur avancé de l'inflation lorsque nous déterminons le cours que nous entendons donner dans le court terme à la politique monétaire.

L'appréciation de l'état de la conjoncture n'est pas toujours une tâche aisée. Des signaux conflictuels peuvent émerger des diverses régions formant notre pays. Les diverses branches économiques ne sont pas toutes dans une même situation. Actuellement, par exemple, la construction est plus exposée que ne le sont les branches exportatrices. Or, il n'est pas possible de mener une politique monétaire différenciée : nous ne pouvons conduire qu'une seule politique monétaire pour l'ensemble de notre pays.

Un troisième type de difficultés tient aux liens et aux mécanismes complexes qui unissent la croissance monétaire et le taux d'inflation. D'une part, nous savons qu'une croissance monétaire exagérée n'exerce son effet sur les prix qu'après un certain temps, en général trois ans. D'autre part, nous observons aussi que, avant que les prix soient touchés, le taux de change et les taux d'intérêt, dans un premier temps, et ensuite l'activité économique sont affectés par l'augmentation de l'offre monétaire.

De ces observations, on constate que les effets positifs d'une politique monétaire expansive – baisse du change et des taux d'intérêt et stimulation de l'activité économique – se font sentir bien avant ses éventuels effets négatifs – hausse de l'inflation. Une telle constellation peut constituer une incitation à mener une politique expansive trop longtemps.

Cela signifie que, si l'on veut éviter l'apparition de l'inflation, les rênes monétaires doivent être tirés bien avant l'apparition de celle-ci. On ne peut pas attendre que l'inflation apparaisse pour adopter une politique monétaire plus rigoureuse.

Enfin, il convient de relever que la durée de trois ans entre l'augmentation de l'offre de monnaie et l'apparition de l'inflation est une grandeur moyenne. Selon les circonstances, cette valeur peut être différente. Cette incertitude accroît encore la difficulté de la tâche.

Par exemple, une reprise économique rapide contribue à raccourcir ce délai. Je m'explique. Les impulsions monétaires ne se transforment en inflation qu'au travers de la reprise de l'activité économique. Ce n'est que lorsque l'activité économique reprend – c'est-à-dire que le chiffre d'affaire augmente et que le chômage diminue – que l'on est tenté d'accroître son revenu par des hausses de prix et de salaires. Par conséquent, si la

reprise économique devait se faire rapidement, il faudrait imaginer de pouvoir resserrer les vannes monétaires avant même que la reprise économique soit véritablement entamée. Ceci n'est pas aisé.

### **Les influences extérieures**

J'en arrive maintenant au quatrième type de difficultés que nous rencontrons dans l'exercice de la politique monétaire, à savoir celles qui résultent des influences de l'étranger. De façon générale, on peut dire que ces influences constituent une difficulté pour la politique monétaire lorsqu'elles mettent en danger la stabilité des relations de change.

Cette mise en danger résulte, fondamentalement, d'une divergence dans l'évolution économique en Suisse et à l'étranger. Les politiques monétaires jouent un rôle primordial à cet égard. Fondamentalement, une politique monétaire relativement plus expansive à l'étranger qu'en Suisse a pour conséquence une dépréciation de la monnaie étrangère et donc une appréciation du franc.

Cependant, le taux de change réagit non seulement à la réalisation de certains faits – susceptibles d'influencer le taux de change – mais aussi et surtout à l'anticipation de ces mêmes faits. Ainsi, aussi bien le cours actuel que le cours attendu de la politique monétaire ont une importance. Or, qui dit prévision dit incertitude. L'incertitude à l'égard de la politique monétaire joue aussi un rôle, et non des moindres. En présence d'incertitudes, la volatilité du taux de change s'accroîtra.

L'incertitude au sujet de la politique monétaire est notamment nourrie par une dette publique importante. Elle l'est aussi par un chômage élevé. Les enseignements de l'histoire montrent que ce sont essentiellement ces deux facteurs qui ont conduit certaines banques centrales à adopter des politiques trop laxistes.

Inversement, la stabilité des taux de change repose sur la convergence de l'évolution économique entre la Suisse et l'étranger. Des politiques monétaires similaires sont à la source de la stabilité des taux de change. Des conditions économiques permettant aux agents économiques de penser que ces politiques monétaires resteront similaires y contribuent.

Cette stabilité n'est certes pas absolue. De faibles variations du taux de change, propres à répondre aux différences conjoncturelles, n'ont pas que des effets négatifs. Au contraire, une légère perte de la valeur extérieure de la monnaie lors d'une baisse conjoncturelle est de nature à contribuer à ranimer la croissance. Inversement, une légère hausse du change lors d'une reprise contribue à freiner les éventuelles pressions inflationnistes qui pourraient ultérieurement se développer. De telles fluctuations ne portent pas à conséquences. Elles sont au contraire bénéfiques, elles contribuent à rétablir l'équilibre économique.

L'influence sur le taux de change, et en particulier celle provenant de politiques monétaires divergentes, ne constitue pas le seul canal par lequel l'étranger agit sur notre économie. Dans une petite économie ouverte comme la nôtre, l'influence de l'extérieur se fait encore sentir d'autre façon. Deux facteurs, qui s'exercent aussi bien positivement que négativement, méritent d'être mentionnés. Il s'agit, premièrement, des conséquences des variations conjoncturelles à l'étranger et, deuxièmement, des effets des variations des prix des principaux produits importés.

L'activité économique à l'étranger influence l'évolution conjoncturelle dans notre pays. Par exemple, un ralentissement de l'activité économique à l'étranger freine l'essor conjoncturel chez nous. Cet effet se transmet essentiellement par une baisse des exportations. Le ralentissement que nous avons récemment observé en Asie du Sud-Est a exercé un effet bien plus faible que ne l'aurait fait un ralentissement similaire en Europe en raison de la faiblesse relative de nos liens commerciaux avec ces pays. Inversement, une accélération de la croissance à l'étranger favorise nos exportations et donc la croissance en Suisse. L'évolution de la conjoncture à l'étranger, dans la mesure où elle influence la conjoncture helvétique, doit être prise en compte lors de la détermination du cours de notre politique monétaire.

Les variations des prix des biens importés peuvent exercer des effets avec lesquels il est plus difficile de composer. Par exemple, les hausses des prix du pétrole que nous avons connues dans le passé ont freiné la croissance et ont simultanément contribué à nourrir l'inflation. Pour que l'inflation puisse apparaître, il a certes fallu que l'approvisionnement monétaire ait été suffisant. S'il ne l'avait pas été, l'inflation aurait pu rester maîtrisée mais il aurait alors fallu que des baisses de prix soient pratiquées dans d'autres secteurs de l'économie. Ceci ne se serait pas accompli de façon immédiate et aisée. Inversement, la baisse des prix du pétrole que nous avons constatée ces derniers temps a certainement

exercé un effet positif aussi bien sur l'évolution des prix que sur le niveau d'activité en Suisse.

### **La monnaie unique européenne**

Après ces considérations générales sur le mandat de la Banque nationale, le concept de politique monétaire que nous utilisons et les quatre catégories majeures de difficultés auxquelles nous nous heurtons dans l'application de ce concept, j'en viens à l'intégration monétaire européenne, avant d'aborder les conséquences possibles pour la Suisse.

L'intégration monétaire européenne correspond, à mon sens, à un mouvement de fond de l'histoire européenne. Elle répond à une tendance qui remonte bien au-delà des premières esquisses d'unification monétaire et même au-delà de la fondation de la première Communauté européenne en 1951 – la Communauté européenne du charbon et de l'acier.

En d'autres termes, l'intégration monétaire européenne va dans le sens de l'histoire. Je ne chercherai pas à retracer l'origine de cette idée. Je me contenterai d'en tirer la conséquence qu'il convient essentiellement de tabler sur la réussite de ce projet.

Si l'intégration européenne, et notamment monétaire, va dans le sens de l'histoire, cela ne signifie pas pour autant qu'elle se déroulera nécessairement sans heurts. Pour qu'elle s'accomplisse sans chocs majeurs, il faut une claire volonté politique et un climat social adéquat.

Concrètement, cela signifie que les pays de l'Union européenne doivent créer les conditions, premièrement, pour que le Système européen de banques centrales puisse mener une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix et, deuxièmement, pour qu'une telle politique puisse être maintenue dans la durée.

Concernant la première condition, relative au Système européen de banques centrales, on peut en toute légitimité estimer que les pays de l'Union européenne ont fait leur possible pour que celui-ci puisse mener une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix. Ils ont inscrit dans le traité instituant les Communautés européennes les dispositions institutionnelles nécessaires pour que cela puisse être le cas.

Je ne mentionnerai que deux éléments. L'objectif de stabilité des prix est explicitement mentionné dans ce traité comme étant le principal objectif du Système européen de

banques centrales. L'indépendance du Système européen de banques centrales est aussi fondée dans le traité par des dispositions relatives à l'interdiction de recevoir des instructions.

Concernant la seconde condition, relative au maintien dans la durée d'une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix, il convient de s'interroger sur sa nature. A mon sens, celle-ci repose fondamentalement sur le soutien que la population dans son ensemble apporte à l'objectif de la stabilité des prix. A son tour, ce soutien est notamment déterminé par la dette publique et le chômage. Ce soutien sera d'autant plus élevé que la dette publique est basse et le chômage est faible.

La procédure contre les déficits publics excessifs inscrite dans le traité instituant les Communautés européennes et le pacte de stabilité et de croissance devraient être à même de ramener ou de maintenir la dette publique à un niveau raisonnable. Ce faisant, les pays de la zone euro évitent que la nécessité d'assurer le service de la dette ne se traduise par une charge fiscale trop lourde. Une imposition trop lourde pourrait susciter, si l'on en croit l'expérience historique, des tentations inflationnistes. Ainsi, en maintenant la dette publique à un niveau raisonnable, l'Union européenne concourt à conserver le soutien de la population dans son ensemble pour l'objectif de stabilité des prix.

Contre le chômage, en revanche, l'Union européenne a été moins efficace. La flexibilisation des marchés du travail paraît cependant être un complément nécessaire à l'intégration monétaire. En effet, on ne peut exclure que le chômage actuel dans les pays de la future zone euro, déjà élevé, s'accroisse encore temporairement dans l'union monétaire. Or, un trop fort taux de chômage pourrait contribuer à saper le soutien de la population pour l'objectif de stabilité des prix. Certes, plus personne ne croit qu'une politique monétaire expansive puisse durablement améliorer la situation de l'emploi. A court terme cependant, un assouplissement des conditions monétaires est en général favorable à l'emploi.

Une politique monétaire trop expansive de la part du Système européen de banques centrales, si elle devait effectivement être adoptée, menacerait la stabilité des prix au sein de la zone euro. Elle exercerait une pression à la baisse sur le cours de l'euro. En outre, l'incertitude à l'égard du taux de change pourrait nourrir la volatilité de la valeur extérieure de l'euro.



## **Les conséquences pour la Suisse**

Dans ces conditions, quels sont les chances et les risques que l'euro apporte à notre économie ? Les chances sont celles d'une répercussion positive d'une augmentation de la croissance économique dans la zone euro. Cette augmentation serait nourrie par la baisse des coûts de transactions et par l'accroissement de la concurrence au sein de la zone. Ces deux facteurs devraient à terme être bénéfiques pour la croissance.

Quels en sont les risques ? Le risque majeur que nous courons avec l'euro consiste en une appréciation exagérée du franc par rapport à cette monnaie. Une telle revalorisation ne constituerait pas en soi un phénomène nouveau pour l'économie et la politique monétaire suisses. Nous avons déjà connu à maintes reprises, dans le passé, une revalorisation exagérée de notre monnaie en cas de divergences des politiques monétaires.

Je m'empresse de préciser que si la nature du phénomène est la même, je suis conscient que sa dimension pourra être différente. En effet, une appréciation d'un pourcentage donné face à l'euro pourrait avoir un impact sur l'économie bien plus profond que ne l'avait une appréciation d'un même pourcentage face à une seule des monnaies de nos partenaires commerciaux. La raison tient au fait que les pays de la zone euro absorbent plus de la moitié de nos exportations, ce qui n'était le cas ni des Etats-Unis ni de l'Allemagne.

Pour claire que soit la nature de ce risque posée par l'euro à l'économie suisse, cela ne signifie pas pour autant qu'il se réalisera. Si cela devait malgré tout être le cas, que devrions-nous, que pourrions-nous faire ?

Confrontée à une appréciation exagérée du franc, la Banque nationale a essentiellement le choix entre deux options de politique monétaire. Elle peut, premièrement, assouplir sa politique monétaire pour tenir compte de façon appropriée du taux de change.

L'appréciation du taux de change d'une monnaie est le signe d'une augmentation insatisfaite de sa demande. Pour éviter l'appréciation du change, il suffit que la banque centrale offre de la monnaie en quantité suffisante pour apaiser la demande. Il n'existe pas de limite, en soi, à une telle action. Les seules limites sont celles qui sont imposées par la prise en compte raisonnable des inconvénients que comporte une telle politique.

En effet, si cette solution ne comportait que des avantages, nous n'aurions pas à en discuter aujourd'hui. Le fait est qu'une telle politique comporte aussi un inconvénient majeur. Elle accroît notamment le risque d'apparition de l'inflation dans le futur.

La politique monétaire expansive nécessaire pour lutter contre une appréciation exagérée du taux de change crée des liquidités excédentaires dans l'économie qui, une fois l'activité économique en route, pourront se traduire par des pressions inflationnistes. La difficulté consiste à retirer ces liquidités avant qu'elles n'aient pu se traduire par une stimulation excessive de l'activité économique et donc par de l'inflation.

Quelle serait donc l'alternative ? Elle consisterait à laisser l'appréciation du franc suivre son cours. Tout risque d'inflation serait ainsi écarté. Cependant, l'activité économique serait aussi indûment mise en péril. Les conditions pour qu'une déflation puisse éventuellement se développer seraient ainsi établies. Or ceci ne serait pas compatible avec notre objectif de stabilité des prix : la déflation, tout comme l'inflation, étant en contradiction avec la stabilité des prix.

La difficulté pratique consiste donc à pondérer ces deux inconvénients : la diminution de l'activité économique qui est due à une appréciation exagérée du franc ; et le risque d'inflation qui est dû à une croissance monétaire exagérée. Cette difficulté est renforcée du fait que la diminution de l'activité se fait sentir rapidement, alors que l'inflation n'apparaît que bien plus tardivement.

La deuxième option de politique monétaire à disposition de la Banque nationale pour répondre à une appréciation exagérée du franc consisterait à ancrer le franc à l'euro. L'ancrage n'offre pas un substitut à une politique monétaire expansive. Il constitue plutôt un complément à une telle politique.

En effet, l'ancrage n'élimine pas le risque inflationniste. Il ne fait qu'aligner le taux d'inflation national sur le taux d'inflation prévalant à l'extérieur. En outre, comme dans tout régime de changes fixes, il supprime la possibilité d'ajustement de faible ampleur du taux de change. Ces modifications du cours du change facilitent l'absorption des divergences de cycle économique entre la Suisse et l'étranger. Enfin, il convient de mentionner que, par suite de l'ancrage du change, une partie de notre avantage en termes de taux d'intérêt à long terme pourrait disparaître.

L'option de politique monétaire consistant à ancrer le franc à l'euro comporte certes aussi des avantages. Le principal d'entre eux est de faire comprendre de façon univoque les

intentions de la banque centrale. Dans certaines situations, cela peut être utile. Il a aussi pour effet de réduire la volatilité à court et moyen terme du franc. A plus long terme cependant, aucune banque centrale ne peut défendre un taux de change qui serait incompatible avec le taux d'inflation souhaité par la majorité de la population.

Au vu des inconvénients et des avantages de l'ancrage du franc, il me semble clair qu'une telle option de politique monétaire ne saurait être adoptée qu'en dernier ressort.

### **Conclusion**

J'espère avoir pu vous montrer que pour la Suisse la monnaie unique européenne, pour importante qu'elle puisse être, ne créera pas une situation entièrement nouvelle. Les conséquences que l'euro pourrait avoir, le cas échéant, sur l'économie suisse ne nous sont pas inconnues en principe. Elles ne constituent qu'une nouvelle expression d'une difficulté traditionnelle de l'application de la politique monétaire dans une petite économie ouverte, à savoir celle qui a trait à la prise en compte judicieuse des influences de l'étranger. Une telle prise en compte est toujours possible, bien qu'elle ne soit guère aisée en raison du dilemme devant lequel elle place souvent les autorités monétaires.