

Politique monétaire - Le point de vue de la Suisse

Hans Meyer
Président de la Direction générale
Banque nationale suisse

Forum financier belge

Bruxelles, 23 novembre 1998

1. La situation économique internationale

Vous connaissez le vieil adage qui dit que rien n'est aussi permanent que le changement. Le changement est effectivement l'une des lois de l'existence. L'expérience montre qu'il se fait tantôt rapidement, tantôt plus lentement. Actuellement, nous traversons une phase de mutations particulièrement intensives. Cette intensité est due principalement au cumul de problèmes de nature diverse et dont les effets se révèlent, en tout cas en apparence, négatifs. Je songe notamment aux crises économiques et sociales qui ont éclaté dans plusieurs régions du globe ainsi qu'aux développements récents sur les marchés financiers.

La phase aiguë de transition que nous vivons nécessite un jugement différencié. A moyen ou long terme, les processus d'adaptation en cours peuvent s'avérer tout à fait propices à une croissance durable de l'économie mondiale. L'expérience nous enseigne cependant que les transitions, même lorsqu'elles vont dans la bonne direction, peuvent constituer des moments critiques.

Tant en Europe occidentale qu'en Amérique du Nord, l'évolution suit dans l'ensemble un cours positif. Cette constatation est importante dans la mesure où les économies en question représentent aujourd'hui encore plus de la moitié de l'économie mondiale.

La crise qui a éclaté il y a plus d'un an déjà en Asie de l'Est couve toujours. Or, les pays touchés constituent des entités fort dissemblables. Les Etats de taille moyenne du Sud-Est asiatique, l'Indonésie, la Corée et le Japon ne sauraient en effet être rangés tous dans une seule et même catégorie. En ce qui concerne les problèmes de cette région, plusieurs constatations, valables pour l'ensemble de la zone, peuvent néanmoins être formulées. Ainsi, une évolution économique déséquilibrée, des systèmes financiers fragiles et une surveillance insuffisante des marchés financiers ne sont-ils que des symptômes de causes plus profondes.

Ce constat s'applique également à un pays tel que la Russie. Ici aussi, les problèmes sont de nature essentiellement sociale. Le poids économique du pays et ses liens avec l'économie mondiale sont encore relativement ténus. Mais sa taille,

sa richesse potentielle et notamment son importance sur le plan de la politique de sécurité confèrent aux événements russes une portée particulière.

Vu son instabilité économique et politique latente, l'Amérique latine est elle aussi un foyer de crise potentiel. Au sein de cette région, le Brésil mérite une attention particulière, puisqu'il représente économiquement parlant près de la moitié de la zone.

Pour ce qui a trait à l'économie mondiale, le réveil a été brutal. La situation économique et sociale du monde n'est manifestement pas assez équilibrée pour garantir une croissance durable. Des adaptations de longue haleine, et sans doute aussi douloureuses, sont par conséquent devenues inéluctables. A ce propos, il importe que chaque pays mette de l'ordre dans sa propre maison. Pour remplir cette tâche, point n'est besoin de recourir à de nouvelles recettes. L'important est d'appliquer résolument et durablement des méthodes qui ont fait leurs preuves. Toute aide extérieure, ne l'oublions pas, doit viser exclusivement à permettre aux bénéficiaires de se prendre en charge eux-mêmes.

En mettant l'accent sur la responsabilité de chaque Etat, on aboutit à une appréciation plus réaliste des chances et des risques inhérents aux relations économiques internationales. La division du travail sur le plan international, qui découle des relations économiques avec l'étranger, est souhaitable et personne ne le conteste. Mais, ici aussi, il faut se souvenir que la solidité d'une chaîne dépend de son maillon le plus faible. Portons donc un jugement plus objectif et, par conséquent, plus réaliste sur les chances et les risques liés à cette évolution!

2. L'évolution sur les marchés financiers

Les problèmes qui ont surgi sur les marchés financiers ne sont pas tombés du ciel. Ainsi, depuis un certain temps, l'évolution des marchés des valeurs mobilières a semblé en quelque sorte se dérober à une analyse objective. Les gains de cours enregistrés dans les premiers mois de l'année ont ensuite fondu en grande partie.

On se rappellera pourtant, en portant un jugement sur cette évolution, que les cours atteignaient un niveau très élevé au début de l'année. La correction qui s'est produite paraît de nature à faire mieux prendre conscience que, si des marchés libres et ouverts offrent des chances, ils recèlent aussi des risques. Si les chances et les risques se maintiennent dans des proportions raisonnables, on peut y voir un signe de bon fonctionnement de tels marchés.

A cet égard, il faut toutefois relever que des transitions peuvent s'avérer extrêmement difficiles même si elles vont dans la bonne direction. Une baisse à la fois rapide et forte des cours des actions peut avoir des conséquences néfastes sur la stabilité du système financier et, partant, sur l'économie réelle.

Considérés avec objectivité, les événements récents n'incitent cependant pas à parler d'une évolution critique, en tout cas pour ce qui concerne les marchés des économies développées. Il s'agit plutôt d'une correction inéluctable, et en fin de compte salutaire, de l'évolution observée ces dernières années. Elle conduira - espérons-le - à une appréciation plus réaliste des choses, ce qui est essentiel pour une allocation efficiente des ressources.

Pour des raisons tant économiques que sociales, il semble souhaitable que les fluctuations des cours, qui sont normales et finalement inéluctables, n'excèdent pas certaines limites. Des conditions-cadres stables sur le plan macroéconomique et une surveillance efficace des marchés financiers sont de nature à contribuer grandement à éviter des débordements.

Une autre constatation me paraît importante: les dérapages proviennent bien plus souvent du mépris du bon sens élémentaire que d'une conjonction de faits complexes. Le bon sens, la modestie et la solidité doivent contribuer à ce que les choses retrouvent des proportions plus raisonnables.

3. La situation économique et la politique monétaire suisses

Après une période d'expansion dans la seconde moitié des années quatre-vingt, l'économie suisse a connu, au cours des premières années de la présente décennie, une phase de stagnation inhabituellement longue. Depuis l'an dernier, on observe un redémarrage, plus perceptible à mon avis dans l'évolution de la conjoncture que dans l'ampleur effective de la reprise, sur laquelle on ne peut de toute manière que spéculer. Plusieurs facteurs ont contribué à ce revirement. Je pense avant tout aux conditions-cadres sur le plan monétaire, aux mutations structurelles que l'on enregistre depuis un certain temps et à la reprise économique chez nos principaux partenaires étrangers.

A l'avenir également, l'évolution de l'économie suisse restera fortement dépendante de l'évolution à l'étranger. Sauf imprévu, on peut tabler sur une croissance réelle d'environ 2% pour l'année en cours et de 1,5% environ pour 1999. Ce rythme correspond approximativement au potentiel de croissance à moyen terme de notre économie. En outre, notre niveau des prix est stable et le chômage enregistre un repli réjouissant.

Des efforts seront toutefois indispensables si l'on veut garantir la poursuite de la reprise. En la matière, les agents économiques sont appelés à jouer un rôle décisif. Pour cela, ils doivent bénéficier de conditions-cadres favorables à leurs activités et partant propices à une croissance durable. Or, n'oublions pas que ce sont précisément eux, en leur qualité de citoyens cette fois, qui doivent créer ces conditions-cadres!

La mise en place de conditions-cadres favorables, et c'est là un point essentiel, constitue un défi permanent. A cet égard, il est à la fois faux et nuisible de s'imaginer qu'il existe des solutions simples, rapides et toutes faites. En effet, il s'agit d'un travail de longue haleine, qui doit être mené avec détermination et persévérance, notamment dans les domaines de la politique budgétaire, de la politique de la concurrence et de la politique monétaire.

La Banque nationale suisse a pour mission de mener une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays. Concrètement, elle doit participer, compte tenu des possibilités de la politique monétaire, à la mise en place de conditions permettant une croissance équilibrée et, partant, durable de l'économie nationale. A notre avis, la meilleure contribution que la politique monétaire puisse fournir consiste à garantir la stabilité du niveau des prix, soit à maintenir le taux de renchérissement entre 1% et 2%.

Il ressort de ce qui précède que la stabilité du niveau des prix n'est pas une fin en soi, mais uniquement un moyen permettant d'atteindre l'objectif. Au cours des dernières décennies, la science économique a démontré de manière convaincante que l'absence de stabilité du niveau des prix peut conduire à d'importantes pertes de croissance et de prospérité. De plus, le renchérissement pénalise avant tout les couches économiquement faibles de la population. La stabilité des prix est donc une priorité de portée éminemment sociale.

Depuis sa fondation au début de ce siècle, la Banque nationale est autonome et conduit la politique monétaire dans le cadre du mandat qui lui est assigné. Or, l'indépendance dont jouit une institution de droit public ne saurait être absolue dans une société démocratique. En vertu des attributions que la loi lui confère en matière de surveillance, le Gouvernement fédéral a en effet le droit et l'obligation de veiller à ce que la Banque nationale remplisse son mandat de manière appropriée, soit en se fondant sur les enseignements de la science économique et des expériences faites.

La conduite d'une politique monétaire appropriée est un défi qui concerne non seulement l'économie, mais aussi et surtout la société dans son ensemble. La mise en place de conditions institutionnelles et leur respect dans la durée présupposent un large consensus, au sein de la société, sur les enjeux fondamentaux, en d'autres termes sur l'importance que revêt une politique de stabilité durable. La banque centrale doit mériter la confiance par le succès, à moyen terme, de sa politique. En menant ses actions de manière transparente, elle favorise la formation d'un tel consensus.

Pour la conduite de la politique monétaire à proprement parler, la banque centrale doit se fonder sur le lien évident qui, comme le démontrent la théorie économique et l'expérience, existe tendanciellement et à moyen terme entre l'approvisionnement de l'économie en monnaie et la stabilité du niveau des prix. Finalement, il s'agit donc d'adapter, dans une mesure appropriée, l'approvisionnement en monnaie à l'évolution économique réelle.

Les impulsions monétaires, l'expérience le montre, ne se répercutent sur les prix et la production qu'après un laps de temps assez long et variable. C'est pourquoi les banques centrales ont toujours recouru, pour conduire leur politique, à des agrégats monétaires en tant qu'indicateurs ou en tant qu'objectifs monétaires intermédiaires. Les agrégats monétaires se prêtent bien au rôle d'objectifs intermédiaires lorsqu'ils peuvent être gérés aisément et que, de plus, une corrélation étroite existe entre eux et l'objectif ultime de la politique monétaire, à savoir la stabilité du niveau des prix.

Dans la période récente, ces conditions ont été de moins en moins remplies, dans plusieurs pays, compte tenu des évolutions sur les marchés financiers. Une autre stratégie, qui est axée directement sur un objectif d'inflation, a par conséquent davantage retenu l'attention.

Depuis le passage aux changes flottants, la Banque nationale suisse mène de façon pragmatique une politique de gestion d'un agrégat monétaire. Dans l'ensemble, nous avons fait de bonnes expériences avec cette stratégie. Ces derniers temps, des déplacements de la demande de monnaie centrale nous ont toutefois donné du fil à retordre. Nous sommes donc, nous aussi, amenés à examiner si la stratégie reposant sur un objectif d'inflation peut offrir une solution de rechange à notre politique de gestion d'un agrégat monétaire.

Une banque centrale ayant opté pour la stratégie reposant sur un objectif d'inflation cherche à atteindre directement la stabilité du niveau des prix, c'est-à-dire qu'elle opère sans recourir à un objectif intermédiaire. Elle doit donc établir un pronostic pour l'évolution de l'inflation et, en fonction de celui-ci, arrêter sa politique monétaire pour que son pronostic et l'objectif d'inflation se recourent. Les partisans de cette approche estiment que la politique monétaire devient ainsi plus transparente pour

les opérateurs sur les marchés. Cependant, si l'objectif n'est pas atteint, il n'est guère aisé d'en déterminer les causes et, partant, les responsabilités. En pratique, la mise en œuvre d'une politique monétaire axée sur un objectif d'inflation est généralement plus ardue, du fait de la difficulté à établir des prévisions fiables quant à l'évolution de l'inflation à court et moyen termes. Cette objection est particulièrement pertinente dans le cas d'une petite économie très ouverte sur l'étranger. En effet, l'évolution du renchérissement dépend fortement des développements observés à l'étranger. De plus, il est difficile d'évaluer avec précision la variation à donner aux taux d'intérêt à court terme pour atteindre l'objectif d'inflation. Ici, la science économique atteint les limites de ses possibilités.

Notre stratégie, je l'ai déjà souligné, est axée sur la gestion d'un agrégat monétaire, mais nous faisons preuve de pragmatisme dans sa mise en œuvre. Nous estimons par conséquent qu'elle ne diffère en définitive guère de celle qui repose sur un objectif d'inflation.

Nous fixons notre objectif en termes d'un agrégat monétaire de façon à atteindre la stabilité du niveau des prix selon la définition que je viens d'en donner. Il s'agit par conséquent d'un objectif conditionnel. De plus, notre objectif est arrêté pour le moyen terme, soit pour plusieurs années. Ainsi, nous pouvons, si la situation l'exige, nous écarter temporairement du sentier de croissance fixé pour l'agrégat monétaire.

L'un des avantages de cette stratégie réside dans le fait que la détermination de l'objectif en termes d'un agrégat monétaire crée un cadre opérationnel pour la politique monétaire. Nous estimons que cela favorise la transparence. Un changement de stratégie - le passage à un objectif d'inflation - n'est à notre avis envisageable que si la corrélation entre l'évolution de la masse monétaire et celle du niveau des prix devait être durablement perturbée.

La Banque centrale européenne, vous le savez, a pris récemment position sur la stratégie qu'elle entend adopter pour sa politique monétaire. A cette occasion, elle a défini sa conception de la stabilité des prix. Elle a aussi annoncé son intention de ne pas fixer un objectif d'inflation et d'attribuer un rôle important à l'évolution des

agrégats monétaires. Je constate donc avec satisfaction que nous partageons largement les mêmes idées.

4. L'Union monétaire européenne

Au début de l'année prochaine, l'Union monétaire européenne deviendra réalité. D'importants pays de notre continent donneront un cadre nouveau à leurs relations monétaires, dans le contexte du processus d'intégration européenne. Quand bien même l'Union monétaire n'est pas indispensable, elle offre un complément judicieux au marché unique.

Sur le plan institutionnel, la création d'une Banque centrale européenne et l'émission d'une monnaie unique, l'euro, sont des éléments clés. Sur le fond, il est important que la Banque centrale européenne soit indépendante des gouvernements et qu'elle ait avant tout pour objectif la stabilité du niveau des prix. Sa politique, a-t-on prévu, sera soutenue par une politique budgétaire axée sur la stabilité dans les pays participant à l'Union monétaire.

Si ces idées se concrétisent, les conditions-cadres pour une évolution économique favorable s'amélioreront sensiblement en Europe. Etant donné les liens économiques étroits entre la Suisse et le marché unique européen, nous avons tout intérêt à une telle évolution.

Une évolution économique transfrontière équilibrée implique des relations monétaires stables, donc une politique de stabilité qui converge durablement dans les principaux pays concernés. C'est là un défi qui concerne non seulement l'économie, mais aussi la société dans son ensemble. Les participants à l'Union monétaire auront-ils la volonté et seront-ils en mesure de s'astreindre durablement à la discipline indispensable à une telle politique? Cette question est cruciale.

Pour que les efforts soient durables, les moyens institutionnels ne suffisent pas. Il est en effet nécessaire que la politique de stabilité, condition d'une évolution

économique prospère, fasse l'objet d'un large consensus. Un tel consensus doit se répercuter dans les actes concrets du peuple, du parlement et du gouvernement.

L'établissement de relations de change fixes implique, pour la politique économique des pays concernés, la perte d'un élément de souplesse, ce qui peut soulever un problème dans la mesure où, aujourd'hui déjà, la capacité d'adaptation est insuffisante. Compte tenu du besoin prévisible d'adaptation, le problème revêt une acuité toute particulière, surtout si la souplesse fait défaut sur les marchés du travail. Une insuffisance dans ce domaine se traduirait par une aggravation du chômage.

Fondamentalement, un petit pays comme la Suisse a le choix entre deux possibilités en ce qui concerne ses relations monétaires transfrontières. Il peut renoncer à une politique autonome en liant sa monnaie à celle d'un autre pays, ce qui le contraint en réalité à reprendre la politique monétaire menée par ce pays. L'autre possibilité consiste à opter pour un régime de change offrant des relations monétaires souples et, ainsi, à se ménager une certaine autonomie. La solution idéale n'existe pas. Le lien à la monnaie d'un autre pays peut être envisagé si la politique menée par le partenaire correspond aux idées du petit pays et si, de surcroît, ce dernier peut tabler sur le fait que, selon toute probabilité, rien ne changera à cet égard. La seconde condition n'est pour ainsi dire jamais remplie, ce qui plaide en faveur de la solution offrant une plus grande marge de manoeuvre.

Ces prochaines années, il s'agira pour nous de maintenir notre propre maison en ordre, voire d'y remettre de l'ordre. Nous apporterons ainsi la meilleure des contributions possibles, y compris à la solidarité sur le plan international. Nous devons également conserver notre ouverture traditionnelle sur l'étranger. Les relations avec nos voisins, proches et moins proches, devront être repensées en tenant compte de l'évolution de notre environnement. Pour cela, il faudra d'abord et avant tout que les conditions soient créées sur le plan interne.

Si l'Union monétaire se réalise en Europe comme prévu, l'euro aura plutôt tendance à être une monnaie stable. Il aura alors la chance de devenir progressivement l'une des principales monnaies mondiales. Avec un euro stable, le franc suisse n'aura aucune répercussion négative à craindre. Si l'Union monétaire devait toutefois être

bâtie dans la précipitation, au mépris des conditions indispensables sur le plan économique, il faudrait s'attendre à des turbulences. Dans ce cas, le franc suisse risquerait de subir des pressions à la hausse. Fondamentalement, la Banque nationale aurait alors la possibilité de contrer, par un assouplissement de sa politique monétaire, la tendance à la revalorisation du franc. Mais une telle stratégie, il faut en être bien conscient, pourrait entrer en conflit avec notre politique axée sur la stabilité.

5. Résumé

Permettez-moi de résumer ma pensée comme il suit.

L'économie mondiale traverse actuellement une phase de transition. Des dérives doivent être corrigées. Mais, et cela me paraît plus important encore, il nous faut aussi en tirer des enseignements qui nous seront précieux dans la recherche d'une croissance économique équilibrée et durable. Je voudrais rappeler trois réflexions:

- Efforçons-nous non pas de réinventer la roue, mais bien plutôt de faire en sorte que les objectifs de l'économie et de la société dans son ensemble soient mieux compatibles avec les réalités humaines et matérielles. Le bon sens, la diligence et une certaine modestie doivent baliser la voie à suivre.
- La division internationale du travail est une idée en soi séduisante. Pour qu'elle fonctionne avec succès, il est essentiel que chaque pays remplisse les conditions requises. Seuls des liens tissés entre des économies saines peuvent conduire aux avantages espérés. Les caractéristiques d'une politique économique appropriée sont les mêmes pour tous. Il faut avant tout une politique monétaire axée sur la stabilité, une politique budgétaire solide et une politique de la concurrence efficace. L'aide des forts aux plus faibles sert les intérêts de tous. Cependant, elle n'est vraiment profitable que si elle est conçue pour permettre aux bénéficiaires de s'en sortir par eux-mêmes.
- Enfin, n'oublions jamais que la mise en place de conditions propices à une croissance économique équilibrée et durable est finalement un défi qui concerne

la société dans son ensemble. Ce sont en effet les hommes qui décident des conditions-cadres dans lesquelles ils exercent leurs activités économiques. Le défi n'est surmonté que si un nombre suffisant de citoyennes et de citoyens prennent une part active à l'aménagement des conditions de la vie en société.