

Réflexions sur la politique monétaire suisse

Bruno Gehrig

Membre de la Direction générale
de la Banque nationale suisse

Exposé au Club Economique Libéral
Neuchâtel, le 29 mars 2000

Mesdames, Messieurs,

Je tiens d'abord à vous remercier vivement de votre aimable invitation. C'est pour moi un honneur et un plaisir d'être parmi vous aujourd'hui. Votre belle ville me rappelle des souvenirs bien particuliers. Alors que j'étais en formation dans l'ancienne UBS, il y a donc un certain nombre d'années, j'ai fait un stage de quelques semaines à la succursale de Neuchâtel. Le but de ce stage était de me permettre d'acquérir des expériences pratiques et - plus important encore - de me donner la possibilité de parfaire mes connaissances du français dans la région où, cela est bien connu, la langue de Voltaire est la mieux parlée. Si vous deviez constater dans mes propos qu'il en reste quelques traces, j'en serais très heureux!

Mon exposé - qui sera suivi, je l'espère, d'une discussion - se subdivise en trois parties. Dans une première partie, je reviendrai brièvement sur les années nonante, synonymes d'expériences peu agréables mais riches en enseignements. J'aimerais ensuite, dans une deuxième partie, formuler quelques réflexions sur la conjoncture actuelle et le rôle qu'a joué la politique monétaire de ces dernières années. Enfin, je terminerai par un aperçu de la politique monétaire et de la stratégie que nous appliquons depuis quelques mois.

L'économie suisse dans les années nonante

Les années nonante ont été caractérisées par une croissance exceptionnellement faible de notre produit intérieur brut réel. Après le boom de la fin des années quatre-vingt, nous avons subi une récession, puis une phase de stagnation jusqu'en 1997. La Suisse est ainsi restée à la traîne de la plupart des pays industrialisés. Entre 1990 et 1996, le revenu réel par habitant a reculé d'environ 5%. Un tel recul ne peut nous laisser indifférents. Nous devons en chercher les raisons.

Des difficultés de nature structurelle ont certainement joué un rôle important, mais l'environnement conjoncturel n'était pas, lui non plus, optimal. Le boom des années précédentes avait fait passer le taux annuel de renchérissement à plus de 6% en été 1990. Face à cette situation, la Banque nationale n'avait pas d'autre choix que de combattre résolument l'inflation. Sa politique - des taux d'intérêt à court terme supé-

rieurs à 9% - avait entraîné un net refroidissement de la conjoncture et un repli du produit intérieur brut à partir de l'été 1991.

Par la suite également, l'environnement conjoncturel est resté très défavorable. Sur les marchés des changes, le franc s'est revalorisé de plus de 15%, en termes réels, entre 1992 et 1995. De surcroît, des impulsions négatives ont découlé de la politique budgétaire menée entre 1993 et 1995. Durant ces années, les collectivités publiques - Confédération, cantons et communes - ont accompli des efforts d'économies comme jamais depuis la dernière guerre, et leur déficit cumulé a été réduit de moitié, puisqu'il a passé de plus de 16 milliards à 8 milliards de francs. Dans un environnement déjà difficile, ces deux facteurs - la hausse du franc et les efforts d'économies des collectivités publiques - ont pesé sensiblement sur l'évolution de la demande.

Mais le véritable défi de la dernière décennie est venu des mutations structurelles. Après le boom de la fin des années quatre-vingt, des ajustements s'imposaient :

- Les **prix de l'immobilier** ont subi un recul tout à fait unique dans la période de l'après-guerre. Il en est résulté des pertes en capital, un ralentissement de l'activité dans la construction et de lourdes pertes sur les crédits accordés par les banques. Il a fallu des années pour que l'immobilier et la construction retrouvent une phase de consolidation. Entre-temps, la situation s'est normalisée, mais avec de grandes disparités régionales. La construction contribue de nouveau à la croissance, et la productivité est beaucoup plus forte dans ce secteur.

- Au sein de notre économie, les branches axées sur le **marché intérieur** avaient été longtemps protégées et produisaient à des coûts trop élevés. Ces branches ont subi une pression accrue de la concurrence, à la suite notamment des mesures de déréglementation et de revitalisation, mais surtout du recours à de nouvelles technologies, de la transparence accrue et de l'arrivée de nouveaux concurrents sur les marchés. Le processus de restructuration a naturellement absorbé beaucoup d'énergie; il s'est cependant déroulé plus rapidement en Suisse que dans d'autres pays européens.

- De plus, les **banques ont modifié leur politique de crédit**, ce qui a pesé également sur l'activité économique. Appliquer des taux d'intérêt tenant compte des risques encourus était et est économiquement judicieux et même inévitable. Mais le fait

que les banques ont procédé à cette adaptation plus ou moins en même temps a freiné l'évolution macroéconomique. De nombreuses entreprises ont été confrontées à des tâches de restructuration financière, tâches qui - à tort dans bien des cas - n'avaient jamais été à l'ordre du jour pendant des décennies. Entre-temps, les crédits à la clientèle suisse ont retrouvé de la vigueur. Ils contribuent à la reprise que la conjoncture connaît depuis l'été de 1997.

Ma rétrospective serait très incomplète sans un commentaire sur le marché du travail. La faiblesse de la conjoncture et les mutations structurelles rapides ont placé notre pays face à un sérieux problème de chômage. Pour de nombreuses personnes, avant tout pour celles qui sont peu qualifiées sur le marché du travail, la qualité de vie a baissé nettement du fait de cette regrettable évolution. Le taux de chômage, qui avait atteint son niveau le plus élevé, soit 5,7%, au début de 1997, a constamment diminué par la suite. Aujourd'hui, il est inférieur à la moitié de son niveau record. Même si les statistiques amplifient la diminution effective du chômage, les améliorations sont évidentes et, de surcroît, elles reposent sur une large assise. Les disparités régionales se sont elles aussi réduites. Ces deux dernières années, notre économie a créé plus de 70'000 emplois, en termes nets, principalement dans le secteur tertiaire. Ce changement réjouissant, à la fois rapide et fort, incite à tirer deux conclusions.

Premièrement, le marché suisse du travail a bien réussi son test. Il se caractérise par des règles de fonctionnement très souples et une assurance-chômage relativement généreuse, qui met l'accent principalement sur le recyclage et la recherche d'un nouvel emploi. Bien sûr, tout n'est pas toujours parfait. Néanmoins, en comparaison internationale, l'équilibre atteint en Suisse entre flexibilité et protection est un élément déterminant de nos atouts institutionnels et, donc, la raison principale du bas niveau de notre chômage.

Deuxièmement, l'économie suisse a presque atteint une situation de plein emploi au sens réaliste du terme. La marge pour une augmentation supplémentaire de l'emploi est certainement étroite, d'autant que la Suisse se distingue par l'un des taux d'activité les plus élevés au monde. Dans plusieurs catégories de travailleurs qualifiés, le marché est complètement asséché, ce qui restreint le potentiel de croissance de notre économie.

La contribution monétaire à la conjoncture actuelle

La politique monétaire que la Banque nationale a menée ces dernières années a elle aussi apporté sa contribution à la reprise de la conjoncture. Les conditions monétaires étaient propices à la reprise, d'autant que le risque d'une accélération du renchérissement paraissait bien faible, surtout après la crise financière internationale.

Grâce à un approvisionnement généreux en liquidités, le niveau des taux d'intérêt est resté bas. Le Libor à trois mois a fluctué longtemps entre 1 et 2%. En outre, nous avons montré clairement, et à plusieurs reprises, que nous nous opposerions à une revalorisation excessive de notre monnaie, notamment parce que le franc aurait servi de valeur refuge. Une telle revalorisation aurait provoqué un choc et mis en danger la reprise encore mal assurée de notre conjoncture. Cette éventualité ne s'est heureusement pas produite. L'économie suisse a profité de la remarquable stabilité de la relation de change entre l'euro et le franc. Cette stabilité contraste nettement avec les craintes émises avant le lancement de l'Union monétaire. Elle est le résultat d'un parallélisme évident de l'évolution conjoncturelle dans la zone euro et en Suisse, mais aussi de stratégies monétaires très semblables dans leurs fondements. Il est vrai que nous avons réduit les taux d'intérêt, il y a près d'un an, en même temps que la Banque centrale européenne. Nous voulions ainsi éviter des risques indésirables pour la conjoncture. Par la suite, la relation de change entre l'euro et le franc a fluctué à l'intérieur d'une fourchette très étroite. Ce sont les forces du marché qui ont conduit à cette concordance. Comme nous ne sommes jamais intervenus sur le marché des changes depuis le lancement de l'euro, il est faux de parler d'une politique de rattachement de "facto" du franc à la monnaie unique.

Les écarts entre taux d'intérêt à long terme - écarts sur lesquels nous ne pouvons influencer par notre politique - montrent eux aussi que le franc suisse n'est pas un clone de l'euro. Pour les obligations d'Etat d'une durée de dix ans, l'écart entre les rendements allemand et suisse est de 1,5 à 2 points, comme du temps du mark allemand. Manifestement, les marchés financiers estiment que nous menons une politique monétaire autonome, ce qui correspond sans réserve à notre mandat légal et à nos intentions.

L'horizon conjoncturel, globalement très favorable, repose à la fois sur une évolution robuste à l'étranger, en particulier dans l'Union européenne, et sur de bonnes pers-

pectives du côté de notre demande intérieure. Mesurée au PIB réel, la croissance économique devrait s'inscrire ces prochains trimestres à un rythme supérieur à 2%.

Nous ne devons toutefois pas oublier que les prévisions conjoncturelles peuvent parfois s'avérer fausses. Les expériences faites dans les années nonante sont là pour nous le rappeler. Dans l'environnement actuel, nos principaux risques résident dans l'évolution de l'économie américaine. Le "soft landing" ou "atterrissage en douceur", soit la prévision la plus souvent retenue, est un scénario possible. Il existe en effet de bonnes raisons de tabler sur une adaptation plutôt graduelle de la croissance de la production. Mais, évidemment, personne ne peut exclure des turbulences ou des dérapages qui auraient de fâcheuses répercussions sur la conjoncture en Europe et en Suisse.

Un aperçu de la politique monétaire

Quelques réflexions sur la nouvelle stratégie

J'en arrive maintenant à un aperçu de notre politique monétaire. En premier lieu, j'aimerais formuler quelques **réflexions sur la stratégie** que nous appliquons depuis trois mois.

L'élément central de notre stratégie réside dans notre intention de maintenir le renchérissement à moyen terme dans la zone de **stabilité des prix**. Nous assimilons un renchérissement annuel inférieur à 2%, mesuré à l'indice des prix à la consommation, à la stabilité des prix. A ce propos, je voudrais apporter deux précisions:

La première concerne le qualificatif "à moyen terme". Nous ne l'avons pas introduit pour qu'il nous serve d'exutoire en cas de contre-performance dans la conduite de notre politique, bien que nous ne soyons pas à l'abri d'erreurs, étant donné les grandes incertitudes qui planent sur notre métier. Le qualificatif "à moyen terme" doit indiquer clairement qu'il existe des chocs inflationnistes de nature temporaire - en particulier dans une petite économie ouverte - contre lesquels la politique monétaire est impuissante. La combinaison, par exemple, d'une hausse des prix des matières premières, d'un affaiblissement du franc sur les marchés des changes et d'un relèvement de la TVA pourrait très vite pousser le renchérissement à plus de 2%. La politi-

que monétaire ne pourrait empêcher un tel choc, attendu que ses effets se manifestent avec un décalage allant jusqu'à trois ans. Mais, même si la politique monétaire était en mesure de contrer le choc, elle ne devrait pas chercher à le faire dans chaque cas, étant donné les répercussions déstabilisantes qu'elle entraînerait sur le secteur réel. Une économie peut et doit vivre avec des chocs exogènes, de nature temporaire, sur les prix. En revanche, il est absolument nécessaire de contrecarrer toute évolution inflationniste ou déflationniste durable.

Ma seconde précision veut corriger une interprétation erronée. Il est en effet faux d'affirmer qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix à moyen terme se soustrait à sa **responsabilité en matière de politique conjoncturelle**. En réalité, la politique monétaire joue un rôle optimal sur le plan conjoncturel quand elle atteint son objectif de stabilité des prix à moyen terme. Il faut voir dans mon propos un rejet catégorique des appels lancés pour que la politique monétaire serve au réglage fin de la conjoncture. Utiliser la politique monétaire dans ce but relève de l'illusion. On demanderait à la politique monétaire plus que ce qu'elle peut apporter. Il en résulterait même des effets déstabilisants, tout particulièrement dans une économie ouverte sur l'extérieur. Mais une politique axée sur la stabilité des prix à moyen terme ne reste pas pour autant indifférente à l'évolution de la conjoncture. Elle fixe le cadre monétaire ou, pour utiliser une métaphore, les bornes d'une route à plusieurs voies sur laquelle la conjoncture - poussée par des forces qui n'ont rien à voir avec la politique monétaire - roule parfois plus rapidement, parfois plus lentement. En la matière, l'attitude la plus appropriée consiste généralement à faire preuve d'une prudente réserve.

Notre analyse de la conjoncture - un exercice qui requiert d'importants moyens - est une base incontournable de la **prévision d'inflation** que nous publions afin de renforcer la transparence. Nous indiquons ainsi aux opérateurs sur les marchés quelle est notre appréciation de la tendance à moyen terme. En même temps, nous désirons soumettre notre appréciation aux feux de la critique et tirer profit d'autres opinions, ce qui peut s'avérer utile à l'accomplissement de notre tâche. Mais cela ne change rien au fait que les prévisions d'inflation à trois ans sont entachées d'un risque d'erreur considérable. Elles doivent être constamment réexaminées et actualisées. En outre, des interactions entre le cap de notre politique et la prévision d'infla-

tion sont dans la logique de notre stratégie; la politique mise en œuvre influe sur la prévision d'inflation et celle-ci influe à son tour sur le cours à donner à notre politique.

A partir de notre prévision d'inflation et de notre appréciation de la conjoncture, nous déterminons **un objectif intermédiaire sur le plan opérationnel**, soit une marge de fluctuation pour le LIBOR à trois mois en francs suisses. En publiant cette marge, nous donnons un signal aux opérateurs sur les marchés. Nous leur indiquons nos intentions opérationnelles pour remplir notre mission de stabilité. Afin d'accroître la transparence, nous précisons également dans quelle **zone de la marge de fluctuation** nous souhaitons que ce taux du marché se maintienne. La marge correspond à 100 points de base, ce qui laisse une latitude au fonctionnement des mécanismes du marché. Par nos opérations de politique monétaire, nous influons indirectement sur le taux à trois mois. Pour l'essentiel, nous mettons en œuvre notre politique monétaire en passant des opérations qui portent sur la partie initiale de la courbe des taux d'intérêt, avant tout sur des durées allant jusqu'à trois semaines. Nous nous ménageons ainsi une flexibilité sur le plan opérationnel. Compte tenu de notre économie largement ouverte et de notre marché monétaire relativement restreint - deux importants acteurs dominants sur ce marché -, nous ne pouvons nous passer d'une telle marge de manoeuvre.

Notre stratégie est un compromis à double titre: d'abord, entre la volonté de laisser jouer les forces en présence sur le marché monétaire et la nécessité de fixer des bornes sur le plan monétaire, ensuite entre l'exigence de transparence et le besoin de flexibilité sur le plan opérationnel. Ces quatre aspects méritent tous d'être réalisés, mais aucun n'est pleinement atteint. Cela tient à la nature même de notre tâche.

Notre nouvelle stratégie fera-t-elle ses preuves ou faudra-t-il l'adapter ? Seule l'expérience nous le dira. Il n'existe aucune stratégie qui permette au spécialiste de politique monétaire de se passer de son solide bon sens et de sa capacité à réagir correctement face à une situation nouvelle. En fait, la politique monétaire a de nombreux points communs avec l'exploration. On connaît l'objectif - la stabilité du niveau des prix à moyen terme - , mais on se heurte à de fortes incertitudes lorsqu'il faut choisir la voie exacte à suivre, sur le plan opérationnel, pour parvenir au but. Parfois, généralement sous la pression d'événements inattendus, on s'écarte de la ligne idéale. L'important est de pouvoir prendre les mesures correctrices nécessaires lorsque l'on se rend compte d'un tel écart. Pour cela, il faut une analyse pertinente de la

situation et des indicateurs appropriés. Nous n'avons cependant pas du tout l'intention de tomber dans un activisme en matière de taux d'intérêt. Nous entendons mener une politique prospective axée sur notre objectif, la stabilité du niveau des prix. Mais, étant donné les incertitudes qui caractérisent notre métier, il est nécessaire parfois de procéder à des adaptations rapides, même surprenantes, pour ne pas nous éloigner de l'objectif fondamental.

La situation actuelle

Permettez-moi de formuler encore quelques remarques sur la situation actuelle. L'activité économique s'est accélérée dans une mesure réjouissante et dans toutes les branches importantes. En septembre 1999, nous avons commencé à resserrer légèrement les rênes monétaires. Nous nous sommes efforcés de passer graduellement et sans fébrilité dans une phase de durcissement de notre politique. Nous avons donc appliqué le principe du changement si possible en douceur, mais il s'agissait aussi d'éviter toute nervosité inutile à l'approche du passage au nouveau millénaire.

Dans les premiers mois de l'an 2000, le besoin d'agir s'est fait de plus en plus sentir. Les forces qui stimulent la conjoncture se sont développées plus vivement que nous ne le pensions, avec la plupart des conjoncturistes, il y a quelques mois encore. Les raisons en sont multiples. Aux Etats-Unis, la conjoncture a continué sur la voie de la performance extrême. En Europe également, le rythme de l'activité économique a eu plutôt tendance à s'inscrire au-dessus qu'au-dessous des attentes. Enfin, l'économie suisse a bénéficié de conditions monétaires favorables, étant donné le parallélisme entre le franc et un euro assez faible. Dans un tel environnement, nous avons jugé approprié de relever les taux d'intérêt assez rapidement et à de courts intervalles. Si l'on tient compte de la mesure prise il y a quelques jours, nous avons relevé au total de 1,25 point la marge de fluctuation du Libor à trois mois pour la porter à 2,5% - 3,5%.

Notre politique a suscité des réactions diverses. D'aucuns nous approuvent, alors que d'autres émettent des critiques, notamment parce que cette hausse sensible des taux d'intérêt pourrait menacer sérieusement la reprise de la conjoncture.

Nous estimons qu'aucun signe tangible d'une accélération imminente de l'inflation n'est perceptible au sein de notre économie. Si les prix des produits pétroliers et d'autres biens importés ont nettement augmenté, l'inflation de base reste faible. Aucune spirale des prix et des salaires ne s'est déclenchée pour le moment, bien que plusieurs segments du marché du travail soient asséchés, et la progression des agrégats monétaires est toujours modérée. Enfin, nous pensons également qu'une croissance réelle de plus de 2% pendant quelques trimestres ne doit pas nécessairement engendrer une inquiétante accélération de l'inflation.

La politique monétaire produit ses effets avec un décalage assez important. Elle conduit par conséquent au succès à condition qu'elle soit menée de manière prospective. Pour cette raison, mais aussi parce que la dynamique de notre conjoncture repose sur une très large assise, nous avons jugé nécessaire de porter à un niveau normal les taux d'intérêt à court terme qui, il y a six mois encore, étaient extrêmement bas. Etant donné l'environnement actuel, la politique monétaire n'a plus à donner des impulsions supplémentaires à la conjoncture. Aujourd'hui, le cadre monétaire permet toujours une croissance positive, mais réduit le risque d'une évolution trop rapide qui nous placerait tôt ou tard face à un sérieux problème d'inflation et nous forcerait à des hausses de taux d'intérêt beaucoup plus fortes.

Ces derniers jours, le franc s'est modérément raffermi vis-à-vis du dollar et de l'euro. Nous nous y attendions. Cette revalorisation de notre monnaie s'inscrit elle aussi dans le sens de la correction voulue du cadre monétaire de notre économie. Elle est logique compte tenu de la diminution des écarts entre les taux d'intérêt à court terme à l'étranger et en Suisse. Par rapport à l'euro, n'oublions pas que notre économie a atteint une situation de quasi-plein emploi, alors que les grands pays de l'Union européenne sont toujours confrontés à un chômage élevé.

La conduite de la politique monétaire est et reste un exercice délicat d'équilibriste. Aujourd'hui, il s'agit déjà pour nous de trouver le juste milieu afin d'éviter à notre économie de tomber dans deux évolutions regrettables. Si nous menons une politique trop restrictive, nous empêcherons notre économie d'utiliser son potentiel de croissance accru, après les restructurations et les investissements qu'elle a opérés. D'un autre côté, si nous pratiquons une politique trop laxiste, nous favoriserons la sur-

chauffe et, fatalement, attiserons l'inflation. Force est donc de constater que dans notre activité - comme cela est si souvent le cas dans la vie - la voie moyenne est celle qui conduit au résultat optimal.

Je vous remercie de votre attention.