

Embargo

27 août 2022, 19 heures

**Politique monétaire et nouvelles contraintes: les défis de la
Banque nationale suisse**

Jackson Hole Economic Policy Symposium:
Reassessing Constraints on the Economy and Policy

Contribution à la table ronde «The outlook for policy post-pandemic»

Thomas J. Jordan

Président de la Direction générale*

Banque nationale suisse

Jackson Hole, le 27 août 2022

© Banque nationale suisse

* L'intervenant remercie Claudia Aebersold, Gregor Bäurle et Christian Grisse pour leur soutien lors de la rédaction de ce texte. Il adresse également ses remerciements à Petra Gerlach, Carlos Lenz, Alexander Perruchoud, Tanja Zehnder et aux services linguistiques de la BNS.

Cette année, la conférence de Jackson Hole porte sur la réévaluation des contraintes économiques après la pandémie de coronavirus et l'invasion de l'Ukraine par la Russie. La présente table ronde porte en particulier sur les perspectives de la politique monétaire. La pandémie et la guerre en Ukraine ont profondément modifié la donne pour la conduite de la politique monétaire. Ces dernières années, la limite inférieure effective des taux d'intérêt a restreint la marge de manœuvre des banques centrales. Toutefois, la forte accélération de l'inflation représente actuellement le défi majeur. À plus long terme, des développements structurels tels que la décarbonation de l'économie, la dette souveraine élevée au niveau mondial ou une éventuelle démondialisation pourraient influencer sur les conditions économiques et accentuer la pression inflationniste.

Dans mon exposé, je commencerai par passer en revue les défis auxquels les banques centrales, et en particulier la Banque nationale suisse (BNS), se sont vu confrontées depuis la crise financière mondiale. Je présenterai ensuite les développements intervenus depuis la pandémie et le déclenchement de la guerre. Dans la seconde partie de mon exposé, je m'attarderai notamment sur l'importance d'un mandat bien délimité et d'une définition judicieuse de la plage de stabilité des prix, deux facteurs primordiaux pour mener à plus long terme une politique monétaire efficace dans un environnement en permanente mutation. Je m'appuierai pour ce faire sur les expériences de la BNS, en adoptant la perspective caractéristique de la Suisse, soit celle d'une petite économie ouverte dotée d'une monnaie importante.

I. Conséquences de la crise financière mondiale

Durant les décennies qui ont précédé la crise financière, les taux d'intérêt nominaux avaient progressivement reculé à l'échelle mondiale. D'une part, la lutte efficace contre l'inflation menée par les banques centrales et les possibilités favorables de production résultant de l'intégration croissante de l'économie mondiale avaient entraîné une baisse des taux d'inflation. D'autre part, les taux d'intérêt réels avaient diminué dans de nombreux pays en raison de facteurs structurels tels que le ralentissement de la croissance de la productivité et le vieillissement de la population.

Lorsque la crise financière mondiale et l'effondrement conjoncturel subséquent ont nécessité un assouplissement résolu de la politique monétaire, de nombreuses banques centrales ont rapidement touché la limite du taux zéro. Elles ont ensuite dû mettre en place des mesures «non conventionnelles» pour pouvoir continuer à mener dans ce contexte une politique monétaire suffisamment expansionniste.

La Suisse n'a pas échappé à ces développements internationaux. En tant que petite économie ouverte, elle a été durement frappée par l'effondrement de la demande mondiale et par les turbulences sur les marchés financiers internationaux qui ont suivi la crise financière.

De fortes pressions à la hausse sur le franc suisse ont en outre rendu la situation encore plus difficile dans notre pays. L'appréciation rapide du franc et la surévaluation parfois massive qui en a résulté ont accentué les défis économiques, entraînant un risque de déflation. D'un côté, cette appréciation a fait reculer la demande mondiale de biens et services produits en Suisse, dont les effets négatifs sur la conjoncture ont atténué l'inflation. De l'autre, la hausse du franc a directement engendré une baisse des prix des biens de consommation importés, ce qui a pesé encore plus sur l'inflation en raison de la proportion élevée des importations en Suisse.

La pression marquée à la hausse sur le franc découle de deux particularités helvétiques. Premièrement, du fait du niveau traditionnellement bas des taux d'intérêt en Suisse, nous disposons d'une marge de manœuvre plus restreinte que la plupart des autres pays jusqu'à la limite inférieure effective des taux. La différence de taux avec l'étranger s'explique par le fait que le franc est considéré comme une valeur refuge en raison de la stabilité politique, budgétaire et monétaire observée dans notre pays sur le long terme. Les banques centrales ayant sensiblement abaissé les taux d'intérêt à cause de la crise financière mondiale, l'écart de taux s'est resserré, rendant le franc encore plus attractif. Deuxièmement, en tant que valeur refuge, le franc tend à s'apprécier lorsque la propension au risque diminue au niveau mondial, comme lors de la crise financière et de la crise de la dette souveraine en Europe. L'incertitude mondiale croissante au début de la pandémie de coronavirus et lors de l'invasion russe en Ukraine a elle aussi accru la pression à la hausse sur le franc.

La Banque nationale suisse a recouru à des mesures non conventionnelles pour garantir la stabilité des prix à moyen terme dans ce contexte. Nous avons abaissé sensiblement notre taux de référence dans la zone négative et sommes intervenus parfois massivement sur le marché des changes, ce qui a entraîné une forte expansion de notre bilan (voir graphique 1). Des interventions sur le marché des changes étaient nécessaires, car la forte appréciation du franc a indirectement généré une pression déflationniste en Suisse. De plus, la possibilité d'acquérir des obligations suisses était limitée en raison de la taille relativement modeste de notre marché des capitaux.

Nous sommes parvenus à garantir la stabilité des prix même pendant ces années difficiles en abaissant les taux d'intérêt à $-0,75\%$ et en intervenant largement sur le marché des changes. L'inflation a certes été par moments négative, mais à chaque fois redevenait relativement vite positive. Deux points méritent d'être soulignés dans ce contexte.

Premièrement, les anticipations d'inflation à moyen terme n'ont pas perdu leur ancrage lors des phases d'inflation négative. Elles sont toujours demeurées entre 0% et 2% , c'est-à-dire dans la plage que la BNS assimile à la stabilité des prix, comme en atteste le graphique 2 sur la base des anticipations d'inflation des entreprises suisses. Les anticipations à court terme des entreprises ont certes évolué parallèlement à l'inflation, mais leurs anticipations à moyen terme sont restées stables même lors de phases passagères d'inflation négative. Les entreprises ont considéré ces phases répétées d'inflation négative comme des événements

isolés. Même si le renchérissement moyen a été très faible ces quinze dernières années, elles n'ont pas perçu le recul de l'inflation comme une tendance. Les entreprises ont manifestement fait confiance à la BNS pour empêcher une baisse durable du niveau des prix en recourant de manière résolue à des mesures non conventionnelles. La Banque nationale a su conserver sa crédibilité sur le plan monétaire, même dans ce contexte difficile.

Le second point concerne les processus d'adaptation observés après les envolées soudaines du franc. L'inflation négative ou très basse faisait partie intégrante de ces processus, car la faiblesse du renchérissement en Suisse a contribué à atténuer au fil du temps la surévaluation du franc. Ainsi, le cours de change réel corrigé de l'évolution des prix s'est nettement moins apprécié que le cours de change nominal (graphique 3), ce qui a contribué à amortir les effets de l'appréciation nominale sur l'économie réelle. L'économie s'est mieux adaptée que prévu à un environnement marqué par des taux d'inflation bas et parfois négatifs.

La conjoncture suisse a elle aussi affiché une évolution très réjouissante ces quinze dernières années. Le marché du travail est globalement demeuré robuste, et le produit intérieur brut (PIB) a évolué favorablement en comparaison internationale (voir graphique 4). La Suisse n'a pas pu éviter un recul sensible de son PIB pendant la crise financière mondiale et la pandémie, mais son économie a rapidement retrouvé le chemin de la croissance.

La Banque nationale a garanti la stabilité des prix pendant une période caractérisée par des risques de déflation, contribuant à une évolution conjoncturelle relativement solide. Bien évidemment, l'évolution de l'économie réelle reflète non seulement l'influence de la politique monétaire, mais également des facteurs structurels tels que la résilience élevée d'une économie suisse bien diversifiée et la flexibilité du marché du travail. Après les envolées du franc, les entreprises ont dû redoubler d'efforts pour s'adapter au contexte difficile, ce qui a probablement encore accentué la flexibilité et l'efficacité de l'économie suisse. L'augmentation de la population due à l'immigration a elle aussi contribué favorablement à la croissance. Enfin, la politique budgétaire s'est adaptée de manière rapide et ciblée pendant la pandémie.

II. Nouvelles contraintes

La pandémie et la guerre en Ukraine ont fondamentalement modifié le contexte dans lequel agissent les banques centrales. L'inflation, en particulier, a fortement progressé dans de nombreux pays ces douze derniers mois, tout comme l'incertitude sur différents fronts.

La BNS est actuellement elle aussi confrontée à un taux d'inflation nettement supérieur à la plage qu'elle assimile à la stabilité des prix. Le renchérissement est certes moins prononcé en Suisse que dans de nombreux autres pays, comme c'était déjà le cas ces dernières années. La fermeté du franc et notre bouquet énergétique ont contribué à maintenir l'inflation à un taux relativement modeste. Elle s'inscrit cependant actuellement à 3,4% dans notre pays, un niveau qu'elle n'avait plus atteint depuis les années 1990.

En outre, l'inflation semble se propager de plus en plus à des biens et services qui ne sont pas directement touchés par les conséquences de la pandémie ou de la guerre en Ukraine. Dans le contexte actuel, des hausses de prix seraient effectivement répercutées plus rapidement et acceptées plus facilement que ce n'était le cas récemment. Dès lors, les anticipations d'inflation à plus long terme ont elles aussi eu tendance à progresser légèrement au cours des trimestres précédents. Par ailleurs, des signaux clairs indiquent que l'évolution des salaires est plus dynamique.

Comment réagit la BNS dans une telle situation? Nous avons répondu à la pression inflationniste latente dès les derniers mois de 2021. À ce moment-là, le renchérissement et nos prévisions d'inflation étaient encore à un très faible niveau. Lors de l'examen de la situation économique et monétaire de décembre, nous avons annoncé que la BNS accepterait une certaine appréciation nominale du franc pour réduire la pression inflationniste venant de l'étranger. Le franc s'est apprécié d'environ 4% en termes nominaux entre l'automne 2021 et le printemps 2022. Cette appréciation nominale a rendu les importations moins chères, atténuant l'augmentation générale des prix. En juin 2022, nous avons relevé notre taux directeur pour la première fois depuis 15 ans. Depuis ce relèvement de 0,5 point, il s'est établi à $-0,25\%$. Dans le même temps, nous avons précisé que d'autres ajustements de taux pourraient être nécessaires dans un avenir proche. Le relèvement de juin s'est accompagné d'une nouvelle appréciation du franc.

Notre prévision d'inflation conditionnelle de juin 2022 montre la nécessité d'un resserrement de la politique monétaire (voir graphique 5). Selon cette prévision, qui part de l'hypothèse d'un taux directeur de la BNS maintenu constant à $-0,25\%$, l'inflation progresse à nouveau, après un recul provisoire, pour revenir à 2% au fil du temps. Sans le relèvement de juin, elle serait très probablement bien supérieure à ce niveau à moyen terme et se maintiendrait donc en dehors de la plage de stabilité des prix.

Notre décision de politique monétaire du mois de juin doit également être considérée comme un arbitrage entre différents risques. Un resserrement trop précoce ou trop marqué de notre politique monétaire pourrait porter un coup d'arrêt à l'évolution conjoncturelle, voire faire réapparaître des risques de déflation. Dans le cas de la Suisse, les risques découlant d'un resserrement trop tardif prédominent néanmoins clairement. Un ajournement nous aurait contraints à une hausse ultérieure plus soudaine et plus soutenue des taux d'intérêt, au risque d'un effondrement conjoncturel plus marqué et de dangers pour la stabilité financière. L'expérience de la BNS à la fin des années 1980 et au début des années 1990, soit la dernière période d'inflation élevée en Suisse, montre qu'une politique monétaire résolument restrictive, lourde de conséquences pour l'économie réelle, peut se révéler nécessaire lorsque l'inflation dépasse un certain niveau. En procédant à un changement de cap clair et relativement précoce au vu de l'évolution de l'inflation et en évoquant la possibilité d'un nouveau durcissement de notre politique monétaire dans un avenir proche, nous visons à garantir la stabilité des prix à moyen terme sans peser trop fortement sur la conjoncture.

Cet arbitrage entre les différents risques intervient dans un contexte marqué par une incertitude inhabituelle. Sur quoi porte cette incertitude pour la BNS? Elle concerne principalement l'interprétation des données actuelles. Il est important pour nos décisions de politique monétaire de distinguer entre une pression inflationniste passagère et une pression inflationniste durable. La récente hausse de l'inflation pourrait découler en grande partie de chocs affectant l'offre dont l'effet sur le renchérissement n'est que temporaire. Toutefois, il est délicat dans le contexte actuel de déterminer dans quelle mesure la pression inflationniste durable s'est accentuée. C'est pourquoi la persistance de l'inflation risque d'être sous-estimée, notamment du fait que l'impact des politiques monétaire et budgétaire très expansionnistes au niveau international reste difficile à évaluer en raison de la pandémie et de la guerre en Ukraine.

L'incertitude tient également au fait que nos modèles économiques sont peut-être moins fiables que d'ordinaire dans la situation actuelle. Au cours des derniers trimestres, nous avons d'ailleurs dû revoir plusieurs fois à la hausse notre prévision d'inflation (voir graphique 6). Par essence, les modèles ne peuvent anticiper ni les chocs (par exemple pour les prix de l'énergie) ni les changements de comportement fondamentaux des acteurs économiques (par exemple dans la fixation des prix); ils n'appréhendent donc ces effets qu'avec un certain retard.

Il est actuellement très difficile de modéliser le comportement des entreprises en matière de fixation des prix, car l'expérience d'une accélération rapide de l'inflation fait défaut. Des approches tant classiques que nouvelles nous aident à mieux comprendre les données disponibles. D'une part, les données microéconomiques relatives aux prix indiquent que les entreprises suisses ont adapté ces derniers mois leur politique tarifaire à l'inflation croissante (voir graphique 7). Par exemple, la proportion des biens et services affichant des prix en hausse a progressé dans l'indice suisse des prix à la consommation, tandis que celle des biens et services dont les prix baissent est restée stable. D'autre part, les entretiens que nos déléguées et délégués aux relations avec l'économie régionale mènent dans les entreprises nous sont d'une grande utilité pour mieux comprendre le comportement de ces dernières en matière de fixation des prix. Il ressort de ces entretiens que la réticence longtemps observée des entreprises à augmenter les prix a largement disparu. Compte tenu de ce changement de comportement, les prix sont globalement plus flexibles, de sorte que les hausses de prix s'étendent plus facilement à d'autres catégories de biens et services. Ces conclusions indiquent clairement que l'accélération de l'inflation ne résulte pas uniquement des chocs temporaires affectant l'offre en raison de la pandémie et de la guerre. Cela nous a confortés dans notre décision de réagir relativement vite à la montée de l'inflation.

La perspective à plus long terme est elle aussi empreinte d'une grande incertitude pour la politique monétaire. Des facteurs structurels tels que la transition vers une économie plus verte, la progression de la dette souveraine à l'échelle mondiale, l'évolution démographique et le fait que la mondialisation semble avoir atteint temporairement son apogée pourraient se traduire par une augmentation persistante des pressions inflationnistes dans les années à venir.

Un recul de l'intégration des marchés mondiaux accroîtrait le pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix, ce qui faciliterait les hausses de prix. En l'état actuel des choses, il est cependant difficile d'évaluer la manière dont ces facteurs structurels évolueront précisément et leurs effets sur la dynamique de l'inflation.

Une autre incertitude concerne la marge de manœuvre de la politique monétaire, c'est-à-dire l'écart entre le niveau neutre des taux d'intérêt et leur limite inférieure effective. Le niveau des taux d'intérêt a fléchi pendant des décennies, et l'on peut se demander si des facteurs pourraient stopper, voire inverser, cette tendance baissière. Je pense notamment à des facteurs tels que la tendance à la démondialisation ou une augmentation des investissements dans la protection du climat et la défense. Tous ces facteurs pourraient accentuer durablement les besoins en capitaux et donc le niveau des taux d'intérêt sur le plan international.

Que signifient ces réflexions pour la politique monétaire de la BNS en cette période post-pandémique? D'une part, garantir la stabilité des prix est notre priorité absolue. D'autre part, nous devons vivre à moyen et à long terme avec une grande incertitude concernant non seulement les fluctuations passagères des prix et de la conjoncture, mais également les équilibres fondamentaux dans l'économie. L'inflation pourrait demeurer élevée pendant une période prolongée en raison de facteurs structurels. De fortes turbulences économiques pourraient cependant nous ramener en peu de temps à la limite inférieure des taux d'intérêt. La BNS doit identifier précocement les changements affectant les conditions d'ensemble et analyser leurs effets. Nous devons réfléchir sur la base de scénarios qu'il s'agit de confronter entre eux dans une approche de gestion des risques. Nous devons tenter d'enrayer autant que possible les développements négatifs par nos décisions de politique monétaire. Compte tenu de l'incertitude, il faut que ces décisions soient bien fondées et permettent de garantir la stabilité des prix dans un large éventail de scénarios possibles.

Pour pouvoir mener une politique monétaire robuste et efficace dans un contexte tant déflationniste qu'inflationniste, nous avons besoin non seulement de ces capacités analytiques, mais aussi d'un cadre institutionnel adéquat. Dans un environnement en mutation qui présente différentes pressions inflationnistes structurelles, je pense que deux facteurs sont particulièrement importants pour le cadre institutionnel d'une banque centrale: premièrement, l'objectif d'une inflation faible assorti néanmoins d'une certaine marge de fluctuation; deuxièmement, un mandat de politique monétaire strictement défini qui se concentre sur le maintien de la stabilité des prix compte tenu de la conjoncture.

III. Ancrage et flexibilité

La définition de la stabilité des prix et l'objectif d'inflation sont des repères importants pour le public et les marchés. La rapidité et l'intensité de la réponse de la politique monétaire en cas de chocs en dépendent, de même que la précision avec laquelle une banque centrale tentera de contrôler l'inflation.

Une définition de la stabilité des prix qui ancre les anticipations d'inflation à un faible niveau tout en accordant une certaine flexibilité quant aux taux d'inflation tolérés présente de grands avantages pour une petite économie ouverte comme la Suisse.

Dans notre stratégie de politique monétaire, nous définissons la stabilité des prix comme une hausse annuelle des prix à la consommation de moins de 2%. La déflation, c'est-à-dire une baisse persistante du niveau des prix, est elle aussi contraire à l'objectif de stabilité des prix. Notre définition de la stabilité des prix ne cible pas un taux précis, et nous ne visons aucune valeur particulière entre 0% et 2%. De plus, la Banque nationale concentre son attention sur les perspectives d'inflation à moyen terme, de sorte qu'une inflation temporairement négative ou supérieure à 2% peut être tolérée.

Ces dernières années, la formulation optimale des objectifs d'inflation ou des définitions de la stabilité des prix a fait l'objet d'intenses discussions dans les milieux universitaires et les banques centrales. Quelques banques centrales ont aussi adapté leur objectif d'inflation. Ces adaptations avaient principalement pour but de rétablir en partie la capacité d'action de la politique monétaire, qui avait diminué du fait des taux bas.

Serait-il également judicieux que la BNS ajuste sa définition de la stabilité des prix? Nous croyons fermement qu'elle a fait ses preuves même dans le contexte difficile des quinze dernières années. Et nous considérons justement la définition retenue comme un avantage dans cette période post-pandémique caractérisée par une grande incertitude quant aux équilibres structurels.

J'aimerais montrer ici pourquoi il en est ainsi en examinant trois adaptations débattues sur le plan international dans l'optique de la situation spécifique de la Suisse et de notre définition de la stabilité des prix.

Le niveau de l'objectif d'inflation constitue la première adaptation majeure possible. Un relèvement crédible de l'objectif d'inflation se traduirait par une hausse des anticipations d'inflation et du renchérissement effectif, et donc par des taux d'intérêt nominaux moyens plus élevés. La probabilité de toucher la limite inférieure effective des taux d'intérêt diminuerait en conséquence. Le recours aux mesures «non conventionnelles» – dans notre cas, principalement les interventions sur le marché des changes, – serait dès lors moins fréquent.

Pourquoi ne relevons-nous donc pas l'objectif d'inflation? Nous pensons que cela ne nous libérerait pas vraiment du problème lié à la limite inférieure effective des taux d'intérêt. Cet objectif devrait être relevé de manière considérable pour que les taux d'intérêt s'éloignent durablement de leur limite inférieure. Cela serait toutefois incompatible avec notre mandat légal, qui est de garantir la stabilité des prix. De plus, cet objectif irait à l'encontre de la nette préférence de la population suisse pour une inflation faible. Des taux d'inflation plus élevés ne seraient ni compris ni acceptés en Suisse. Une enquête réalisée au premier semestre 2022 auprès de plus de 400 entreprises suisses montre en effet qu'une grande majorité préfère une

inflation basse, que les personnes interrogées assimilent généralement à un taux compris entre 0% et 2% (voir graphique 8). Nous ne disposons pas d'informations comparables pour les ménages, mais, il y a fort à parier que ceux-ci privilégieraient encore davantage une inflation plus faible. La réaction du public à la récente accentuation du renchérissement montre d'ailleurs de manière frappante qu'une grande partie de la population ne comprendrait guère un objectif d'inflation plus élevé.

La deuxième adaptation possible consisterait à viser une inflation moyenne précise sur une période déterminée. Les taux d'inflation supérieurs et inférieurs devraient alors se compenser au fil du temps. Cela permettrait de mieux stabiliser les anticipations d'inflation à plus long terme en visant une évolution homogène du niveau des prix.

Pourquoi ne compensons-nous pas les écarts passés par rapport à la stabilité des prix? L'économie suisse a montré qu'elle peut bien surmonter les chocs d'inflation passagers et que les anticipations d'inflation à plus long terme sont bien ancrées. Compte tenu des chocs mondiaux majeurs auxquels la Suisse est exposée, une compensation des écarts passés avec la valeur moyenne visée ne serait possible qu'au prix d'une très forte augmentation de la volatilité des prix et de la production. De plus, le public ne comprendrait guère une telle approche.

La troisième adaptation possible serait de choisir un taux cible précis plutôt qu'une plage pour définir la stabilité des prix. Cet objectif pourrait contribuer à ancrer les anticipations d'inflation avec davantage de précision et à mieux stabiliser l'inflation.

Pourquoi, dès lors, ne poursuivons-nous pas un taux fixe précis? Une telle précision compliquerait inutilement la conduite de la politique monétaire pour la Banque nationale. Notre définition de la stabilité des prix nous permet d'analyser en continu les coûts et les avantages de nos mesures de politique monétaire et, partant, de d'ajuster en fonction de la situation la tolérance à l'inflation en restant dans la plage définie. L'inflation peut alors se maintenir dans la partie supérieure ou inférieure de cette plage pendant une période prolongée sans entamer pour autant la crédibilité de la Banque nationale. En particulier, nous sommes ainsi en mesure de mieux absorber les différents régimes d'inflation au niveau mondial. Par exemple, dans un contexte de mondialisation accrue, nous pouvons composer pendant une période prolongée avec une inflation située dans la partie inférieure de notre plage de stabilité des prix ou, dans un contexte d'offre mondiale décroissante, avec une inflation évoluant dans la partie supérieure de cette plage.

En outre, notre orientation sur le moyen terme nous permet de réagir avec une certaine souplesse à l'accentuation des poussées inflationnistes ou déflationnistes tout en tenant compte des coûts pour rétablir la stabilité des prix. L'évolution des dernières années montre qu'une cible d'inflation de 2% en Suisse aurait nécessité des assouplissements bien plus marqués de la politique monétaire, ce qui aurait été disproportionné du point de vue du rapport coûts/bénéfices.

Notre définition de la stabilité des prix reflète une approche pragmatique et réaliste. Une certaine tolérance est en effet nécessaire face aux fluctuations du taux d'inflation, en particulier pour une petite économie ouverte comme la Suisse qui est constamment exposée aux turbulences provenant de l'étranger. Nous savons d'expérience qu'un contrôle fin de l'inflation est quasiment impossible. En définitive, la fixation d'objectifs réalistes ne peut que servir notre crédibilité.

Réalisme et flexibilité ne sont pas en contradiction avec la clarté du mandat consistant à garantir la stabilité des prix à moyen terme. D'une part, notre plage de stabilité des prix est relativement basse et offre un ancrage aux anticipations d'inflation faibles. D'autre part, nous avons maintes fois prouvé que nous sommes prêts à agir résolument lorsque la stabilité des prix est menacée.

La préférence accordée à une inflation faible et le rôle de valeur refuge du franc pourraient se traduire par un taux directeur de la BNS restant à l'avenir également proche de la limite inférieure effective des taux d'intérêt. Les instruments non conventionnels de politique monétaire devraient donc conserver leur importance en Suisse dans les années à venir, même si le niveau international des taux d'intérêt augmente quelque peu.

Notre définition de la stabilité des prix a fait ses preuves pour la Suisse en tant que petite économie ouverte disposant d'une monnaie importante sur le plan international. La définition la plus appropriée pour une politique monétaire couronnée de succès varie cependant d'un pays à l'autre. En outre, l'efficacité à long terme de la politique monétaire repose non seulement sur cette définition de la stabilité des prix, mais également sur l'attribution à la banque centrale d'un mandat restreint.

IV. Ne pas surcharger le mandat

Ces dernières années, certains milieux politiques et une partie de l'opinion publique ont régulièrement adressé aux banques centrales des revendications qui dépassaient le mandat de base de la politique monétaire, à savoir la stabilité des prix. De ce fait, les banques centrales subissent des pressions qui les poussent à interpréter leur mandat plus largement et à assumer de nouvelles tâches. Parfois, la propension à interpréter au sens large le mandat existant se fait sentir au sein même de ces institutions.

Cette tendance s'est sensiblement renforcée ces derniers temps. Dans notre cas, plusieurs interventions parlementaires demandent par exemple que la BNS s'engage davantage en faveur de la protection du climat. Il en va de même pour le thème de l'inégalité, le recours aux bilans des banques centrales pour lutter contre la crise financière mondiale ayant soulevé toujours plus de questions sur la répartition des richesses. En outre, les milieux politiques déposent régulièrement des initiatives demandant que les banques centrales financent directement certaines tâches de l'État. Dernièrement, une initiative populaire a été lancée en

Suisse pour modifier la Constitution et donner à la Banque nationale un rôle direct dans le financement de la prévoyance-vieillesse.

Comment la BNS devrait-elle réagir face à ces revendications? Les questions sur lesquelles elles portent, de la protection du climat à la répartition des richesses en passant par la garantie de la prévoyance-vieillesse, sont importantes et légitimes. Je suis néanmoins intimement convaincu qu'essayer de les résoudre au moyen de la politique monétaire risque, à moyen ou à long terme, de mettre grandement à mal l'efficacité de cette dernière.

Il va de soi que la Banque nationale doit prendre en considération l'impact des mutations structurelles de l'économie sur l'inflation. Par exemple, les changements climatiques peuvent affecter le potentiel de croissance, et la conduite de la politique monétaire doit en tenir compte. Le mandat d'une banque centrale ne doit cependant pas être surchargé. Cela serait contreproductif même pour les revendications évoquées. Cette évaluation repose principalement sur trois considérations.

Premièrement, les banques centrales ne disposent pas d'instruments efficaces pour poursuivre avec succès, sur le long terme, des objectifs de politique structurelle comme la lutte contre les changements climatiques. Ses instruments sont conçus pour influencer sur des variables importantes pour la politique monétaire telles que les taux d'intérêt ou les cours de change. L'influence, par exemple, de notre politique de placement sur les conditions de financement mondiales des entreprises «écoresponsables» ou «polluantes» est en revanche faible sur le long terme. Des acquisitions peuvent certes stimuler les cours des placements «verts», mais ces cours diminueront à nouveau si nous vendons les titres correspondants pour des raisons liées à la politique monétaire.

En matière d'inégalités également, les banques centrales n'ont pas les outils pour provoquer un changement durable allant au-delà des effets positifs d'une politique monétaire axée sur la stabilité. Une politique monétaire expansionniste peut bien réduire les inégalités de revenus à court terme en soutenant principalement les faibles revenus ou en favorisant la création de postes de travail dans le segment des bas salaires. Elle stimule toutefois aussi les prix des actifs, de sorte que les inégalités de patrimoine tendent à s'accroître. L'inflation est le principal problème des couches sociales défavorisées sur lequel les banques centrales peuvent influencer. Se concentrer sur la stabilité des prix constitue donc, de fait, la plus grande contribution qu'une banque centrale puisse apporter à la cohésion sociale.

Si les banques centrales ne disposent pas d'instruments efficaces pour atteindre les objectifs de politique structurelle, d'autres institutions étatiques en possèdent, par exemple sous la forme de mesures budgétaires et réglementaires. Si les banques centrales devaient prendre à leur compte ces objectifs, les autres institutions de l'État risqueraient fort de renoncer à des mesures efficaces et nécessaires mais impopulaires pour réaliser lesdits objectifs. L'extension du mandat de politique monétaire peut dès lors être contreproductive.

Deuxièmement, un mandat étendu fait obstacle à l'orientation claire de la politique monétaire sur la stabilité des prix et crée des conflits d'objectifs. Cela pourrait amener à douter qu'une banque centrale prendra systématiquement et à tout moment les mesures qui s'imposent pour garantir la stabilité des prix. Or de tels doutes peuvent affaiblir l'ancrage des anticipations d'inflation, compliquant ainsi la politique monétaire.

Enfin, troisièmement, un mandat étendu ou interprété trop largement peut au fil du temps menacer l'indépendance des banques centrales. Même si ces dernières disposaient d'instruments appropriés pour favoriser la protection du climat ou la redistribution des richesses, de telles mesures supposent une décision politique. Et le processus démocratique qui fait partie intégrante des questions politiques ne doit pas être contourné par une interprétation plus large du mandat de la banque centrale. Par ailleurs, l'indépendance implique de rendre des comptes. Or un compte-rendu judicieux n'est possible que si la banque centrale peut atteindre dans un délai raisonnable les objectifs qui lui ont été fixés. L'indépendance se justifie uniquement dans le cadre d'un mandat étroitement défini et réaliste, de l'accomplissement duquel la banque centrale peut par conséquent raisonnablement rendre compte.

L'indépendance d'une banque centrale n'est ni une loi naturelle, ni une évidence politique. Elle suppose au contraire que le public soit convaincu que, comme l'évidence scientifique le montre indéniablement, la stabilité des prix est un objectif souhaitable et que le meilleur moyen de la garantir à long terme est d'en confier la responsabilité à une banque centrale indépendante.

Une indépendance dans des tâches allant au-delà du mandat de politique monétaire étroitement défini ne serait ni acceptable sur le plan démocratique, ni justifiable sur le plan scientifique. Une interprétation trop large de ce mandat ou une extension de celui-ci, prescrite par le législateur, au-delà de l'objectif fondamental de stabilité des prix conduiraient inévitablement tôt ou tard à des controverses dans l'opinion publique. Les louanges que formuleraient initialement les milieux politiques et le public pour un engagement plus large de la banque centrale pourraient rapidement laisser place aux critiques et risqueraient en fin de compte de restreindre l'indépendance de la politique monétaire. Par conséquent, les banques centrales devraient se prononcer pour un mandat strictement défini et ne pas assumer de tâches qui doivent être décidées sur le plan politique et pour lesquelles elles n'ont pas d'instruments efficaces.

En Suisse, le cadre institutionnel va dans ce sens. La Constitution et la loi prescrivent à la BNS de mener une politique monétaire servant l'intérêt général du pays. Pour légitimer son indépendance, la Banque nationale dispose d'un mandat limité et clairement défini, qui l'oblige à se concentrer sur la stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. De plus, elle est tenue de rendre des comptes détaillés pour permettre au public de comprendre ses décisions et pour montrer si et dans quelle mesure l'objectif fixé a été atteint.

En d'autres termes, la politique monétaire doit être axée sur l'économie dans son ensemble, et non sur des intérêts particuliers. Cet «intérêt général du pays» ne saurait servir de base à la poursuite d'autres objectifs par la politique monétaire, même si ceux-ci sont louables et importants d'un point de vue sociétal, comme dans le cas de la protection du climat. La BNS continuera de s'engager à l'avenir en faveur du maintien de ce cadre institutionnel.

La stabilité des prix est la contribution la plus importante que la politique monétaire puisse apporter à la croissance et à la prospérité, comme le montre du reste la situation actuelle. Sur la liste des priorités sociétales et politiques, une forte inflation fait rapidement passer d'autres problèmes majeurs au second plan. Dans ce sens, la stabilité des prix est aussi une condition *sine qua non* pour relever efficacement d'autres défis sociétaux.

V. Conclusion

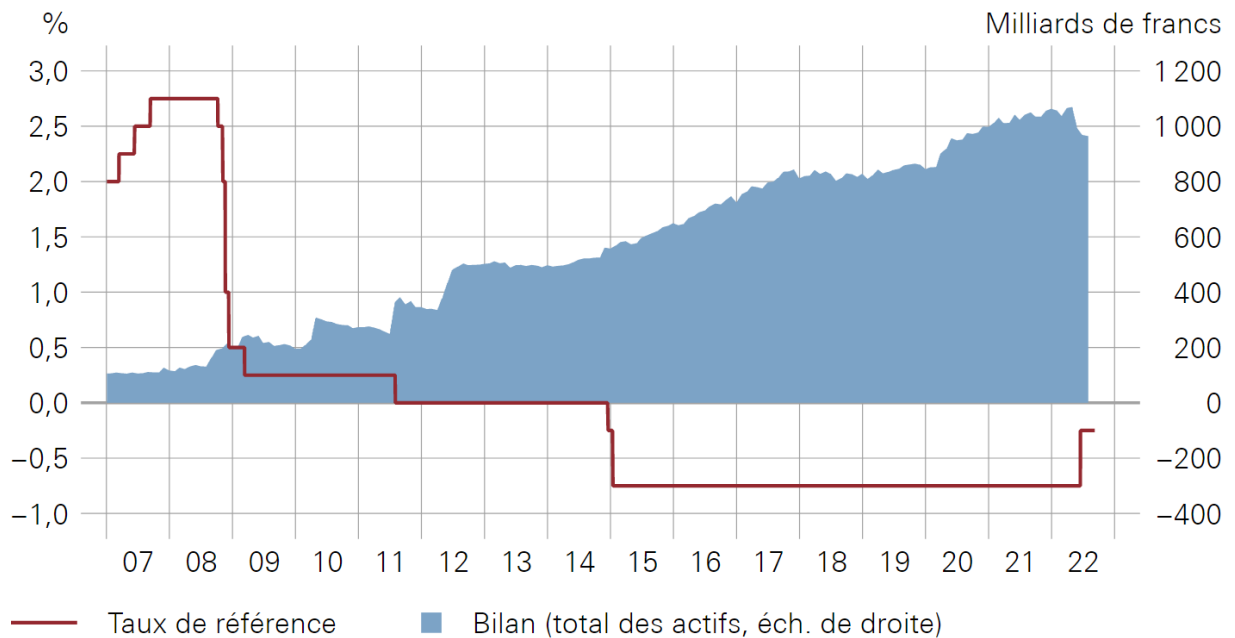
L'environnement dans lequel nous conduisons la politique monétaire a changé. Si une inflation trop faible comptait régulièrement parmi nos préoccupations ces dernières années, c'est à présent son niveau élevé qui nous inquiète. Dans ce contexte difficile et en mutation, un mandat restreint et une définition de la stabilité des prix qui ancre les anticipations d'inflation à un faible niveau tout en offrant une certaine marge de fluctuation quant à l'inflation admise sont des facteurs importants pour le succès de la politique monétaire.

Notre définition de la stabilité des prix est très utile pour un petit pays ouvert comme la Suisse qui est exposé à de forts chocs exogènes. Si une autre approche avait été adoptée, la politique monétaire aurait souvent dû réagir plus énergiquement et de façon disproportionnée ces dernières années. Le caractère ouvert de notre économie rend irréaliste un contrôle fin de l'inflation. Notre stratégie de politique monétaire a également contribué de manière déterminante à la crédibilité de notre action.

Dans le même temps, le mandat de la Banque nationale est centré sur l'essentiel, et il devrait le rester en dépit de problèmes sociétaux majeurs tels que les changements climatiques ou le financement de la prévoyance-vieillesse. Ce mandat restreint permet à la BNS de se concentrer sur la stabilité des prix, son principal objectif. Mais il est également primordial pour l'indépendance de la banque centrale. Or cette indépendance requiert et implique une distanciation vis-à-vis de la politique. Cette distanciation ne doit dès lors pas être abandonnée à la légère.

Graphique 1:

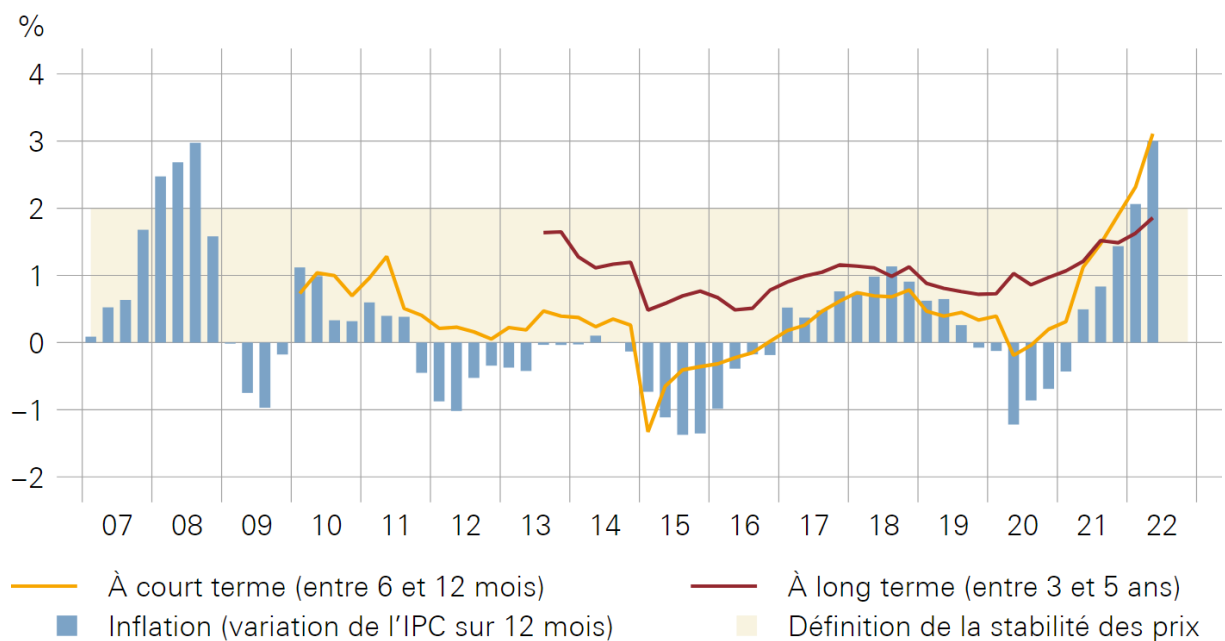
INSTRUMENTS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BNS



Source: BNS.

Graphique 2:

ANTICIPATIONS D'INFLATION DES ENTREPRISES

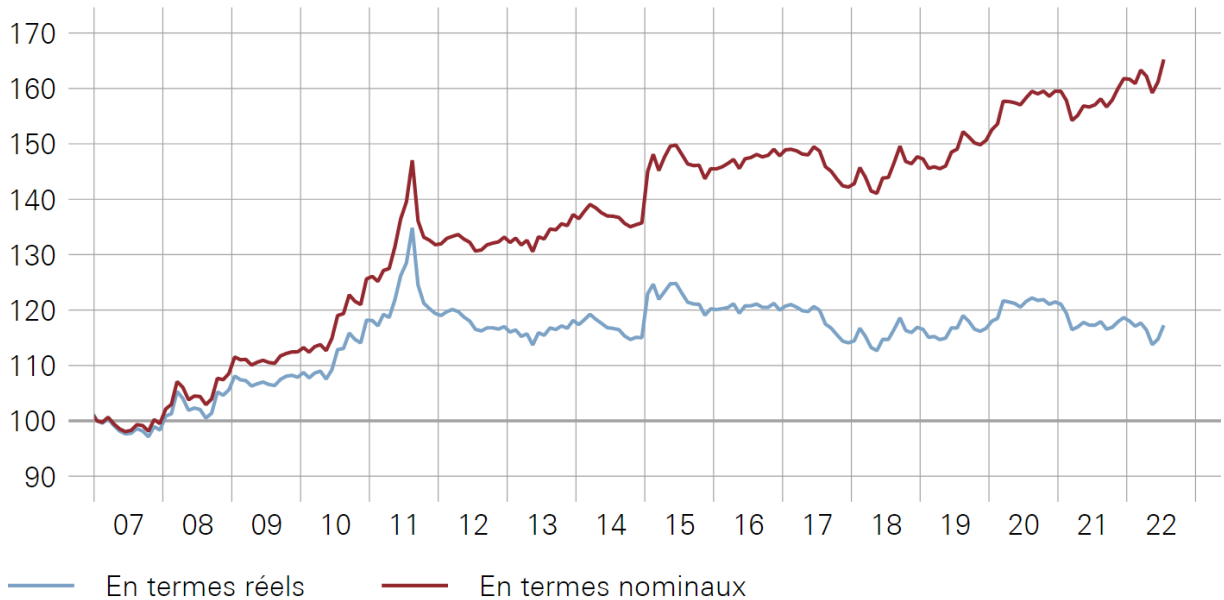


Source: BNS.

Graphique 3:

VALEUR EXTÉRIÈRE EFFECTIVE DU FRANC

Indice, janv. 2007 = 100



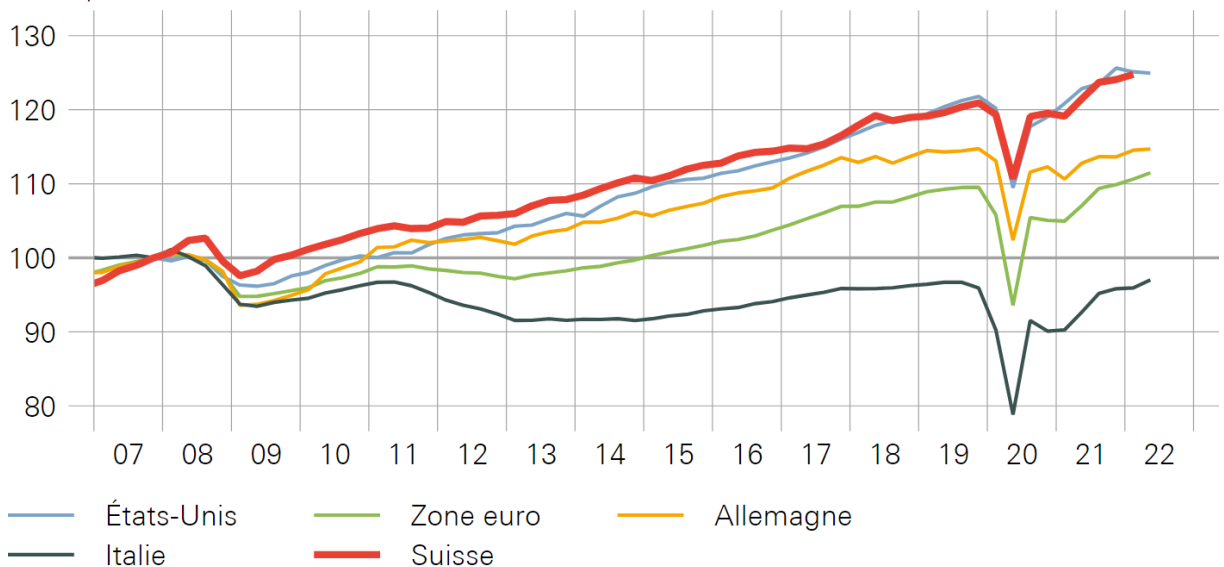
Source: BNS.

Graphique 4:

PIB RÉEL, COMPARAISON INTERNATIONALE

En données corrigées des variations saisonnières

Indice, T4 2007 = 100

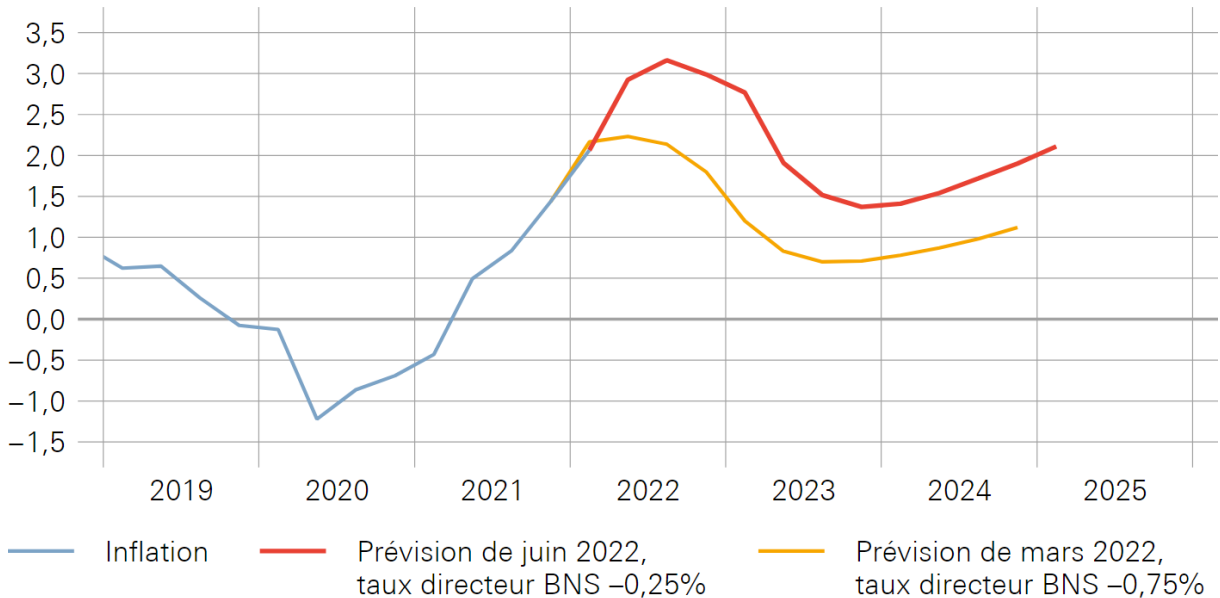


Sources: Refinitiv Datastream et SECO.

Graphique 5:

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE JUIN 2022

Variation en % de l'indice suisse des prix à la consommation par rapp. à l'année précédente

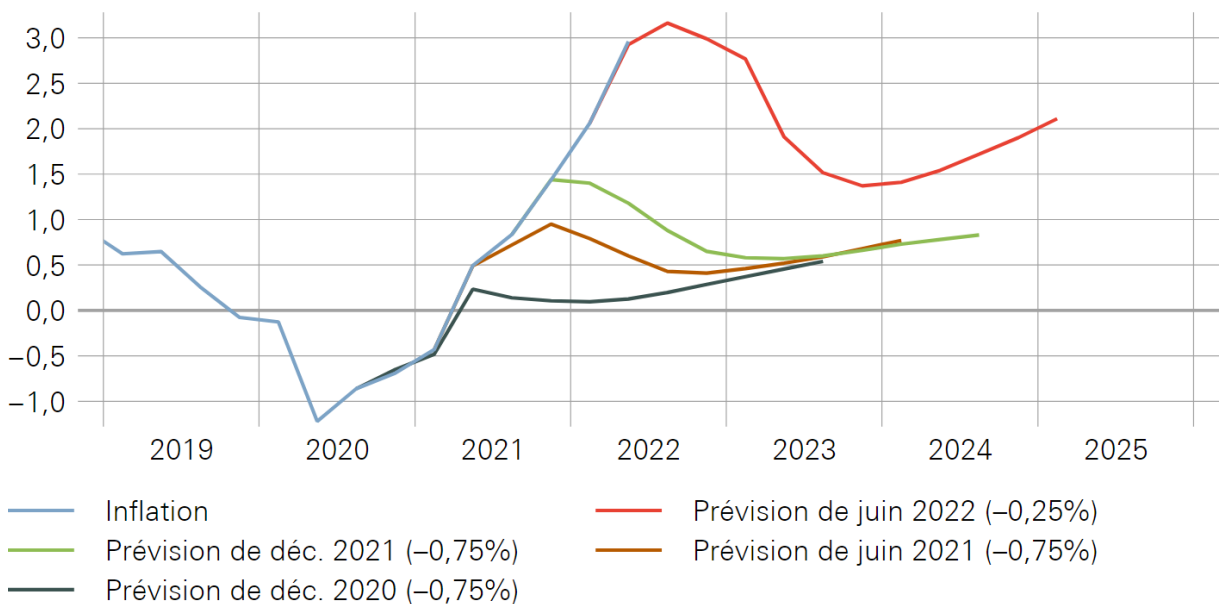


Sources: BNS et OFS.

Graphique 6:

PRÉVISIONS D'INFLATION CONDITIONNELLES

Variation en % par rapport à l'année précédente, taux directeur de la BNS entre parenthèses

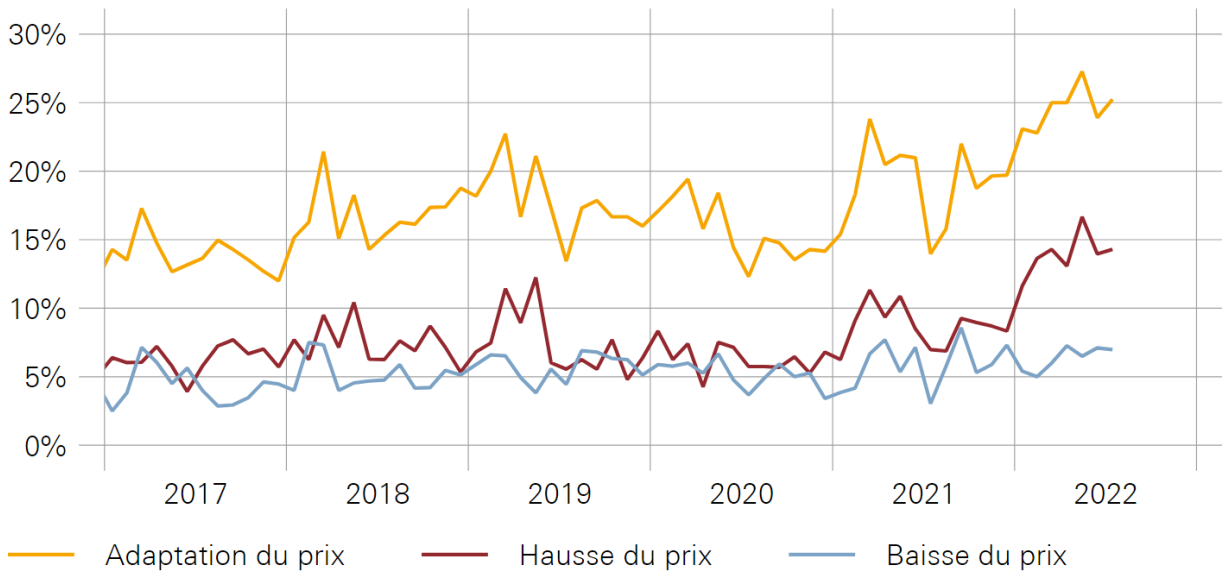


Sources: BNS et OFS.

Graphique 7:

FRÉQUENCE DES ADAPTATIONS DE PRIX

Valeur médiane des fréquences moyennes calculées pour chaque produit de l'IPC (sans prix administrés)

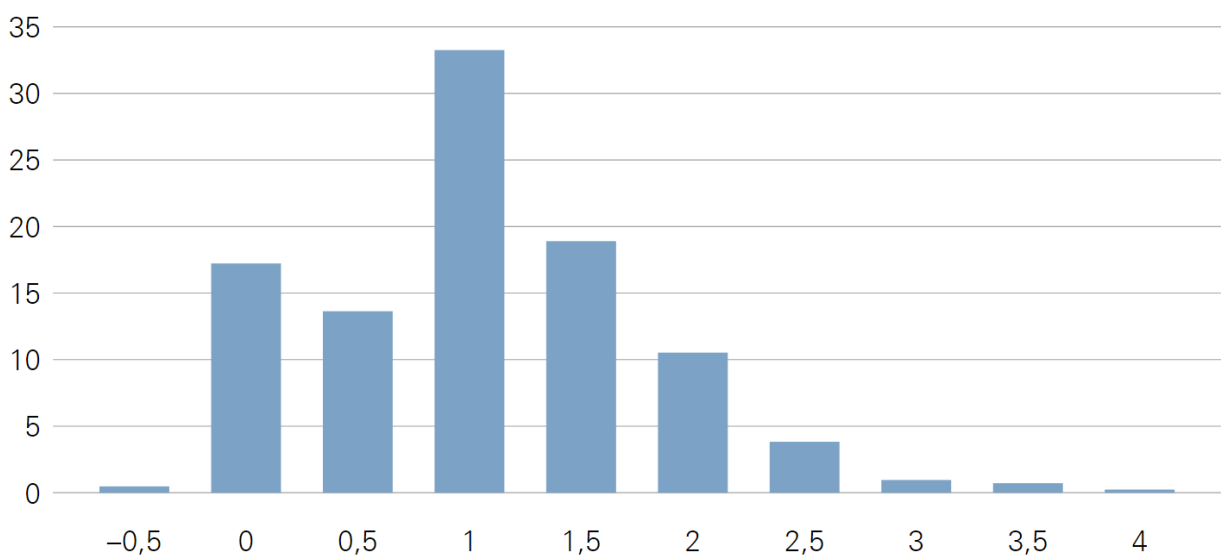


Source: OFS; calculs: EPFZ-KOF et BNS.

Graphique 8:

INFLATION OPTIMALE DU POINT DE VUE DES ENTREPRISES

Part de l'ensemble des entreprises consultées, en %*



*Période de consultation: T1 et T2 2022. Les parts se rapportent aux évaluations de 418 entreprises.

Source: BNS.