

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

Bulletin trimestriel

Banque nationale suisse

Bulletin trimestriel

Mars

1/2000

18^e année

Table des matières

4	Sommaire
5	Übersicht
6	Sommario
7	Abstracts
8	Décisions de politique monétaire
10	Situation économique et monétaire en Suisse
11	1 Environnement international
11	1.1 Conjoncture
13	1.2 Evolution monétaire
14	1.3 Perspectives conjoncturelles
15	2 Evolution monétaire
15	2.1 Taux d'intérêt
18	2.2 Cours de change
19	2.3 Agrégats monétaires
21	2.4 Crédits et marché des capitaux
23	3 Demande globale et production
23	3.1 Produit intérieur brut et production industrielle
25	3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes
27	3.3 Investissements
28	3.4 Consommation
29	3.5 Ecart de production et taux d'utilisation des capacités de production
30	4 Marché du travail
30	4.1 Emploi
31	4.2 Chômage
33	5 Prix à la consommation
33	5.1 Renchérissement selon la provenance des biens
34	5.2 Renchérissement selon les catégories de biens
34	5.3 Renchérissement de base
35	6 Perspectives de renchérissement
35	6.1 Evolution des prix sur le plan international et cours de change
36	6.2 Utilisation des capacités de production en Suisse
37	6.3 Prévisions de renchérissement
38	La politique monétaire à l'aube de la nouvelle année Hans Meyer
48	La Banque centrale européenne et sa politique monétaire Ernst Baltensperger
74	Chronique monétaire

Décisions de politique monétaire pour le 2^e trimestre 2000 (p. 8)

La Banque nationale suisse a décidé, le 23 mars 2000, de resserrer davantage les rênes monétaires et de porter la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 1,75%–2,75% à 2,5%–3,5%. Elle a ainsi réagi aux dangers inflationnistes croissants, qui découlent de l'accélération de la conjoncture et de l'évolution des cours de change.

Situation économique et monétaire (p. 10)

La conjoncture internationale plus vigoureuse et les conditions-cadres favorables sur le plan monétaire ont conduit, au second semestre de 1999, à une sensible accélération de la croissance économique en Suisse. Cette accélération a découlé avant tout des exportations, en vive expansion. L'emploi a nettement progressé, comme la production globale, et le chômage a continué à se replier. Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement a augmenté, au quatrième trimestre, du fait de la très forte hausse des prix du pétrole. Il a ensuite marqué un léger repli, passant à 1,6% en janvier et en février. Les risques inflationnistes se sont toutefois accrus globalement, l'essor de la conjoncture étant, en Suisse comme à l'étranger, plus vif que ce qui était attendu.

En décembre 1999, la Banque nationale a annoncé pour la première fois la fixation d'une marge de fluctuation pour le Libor à trois mois. Elle l'a fixée à 1,25%–2,25%, tout en précisant qu'elle visait la zone médiane. Vers la fin de janvier et au début de février, la Banque nationale a légèrement resserré les rênes monétaires. Elle a d'abord laissé le Libor passer dans la partie supérieure de la marge de fluctuation et, le 3 février, a porté celle-ci à 1,75%–2,75%. Les dangers inflationnistes croissants à la suite de la tendance à la faiblesse du franc face au dollar et de l'accélération d'une ampleur inattendue de la conjoncture en Suisse l'ont amenée à prendre ces décisions.

La politique monétaire à l'aube de la nouvelle année (p. 38)

Dans un exposé qu'il a présenté à l'Université de Saint-Gall, le 21 janvier 2000, le président de la Direction générale de la Banque nationale, M. Hans Meyer, commente les trois principaux éléments de la stratégie de politique monétaire appliquée depuis le début de l'année. Pour ce qui a trait au premier élément, à savoir la définition de la stabilité du niveau des prix, il rappelle que le renchérissement ne peut être mesuré avec exactitude. En outre, il est quasiment impossible à l'institut d'émission de gérer l'inflation de manière précise. Aussi la Banque nationale ne vise-t-elle pas un objectif d'inflation à proprement parler. Le deuxième élément, à savoir la prévision d'inflation portant sur trois ans, souligne l'attitude prospective de la Banque nationale. La marge de fluctuation du taux d'intérêt à trois mois – troisième élément – sert à la mise en œuvre de la politique monétaire. Elle marque l'abandon des normes quantitatives pour l'approvisionnement en liquidités. Etant donné les fortes fluctuations de la demande d'avoires en comptes de virements des banques, il était à l'évidence de plus en plus difficile d'opérer avec de telles normes quantitatives. La fixation d'une marge de fluctuation ne signifie pas que la Banque nationale entend passer à une politique active de taux d'intérêt. L'institut d'émission continuera à tolérer des fluctuations de taux d'une certaine ampleur.

La Banque centrale européenne et sa politique monétaire (p. 48)

La Banque centrale européenne (BCE) a commencé son activité le 1^{er} janvier 1999. Depuis, elle est chargée de la formulation et de la mise en œuvre de la politique monétaire de l'ensemble de la zone euro. Ce rapport commente et analyse les principes généraux sur lesquels s'appuie la BCE dans la formulation de sa politique monétaire. Il aborde également la discussion entre les partisans d'objectifs en termes d'inflation («inflation targeting») et ceux d'objectifs en termes d'agrégats monétaires («monetary targeting»). Enfin, le rapport examine quels enseignements peuvent être tirés de cette discussion pour la politique monétaire en général et, partant, pour celle de la Suisse.

Geldpolitische Beschlüsse für das zweite Quartal 2000 (S. 8)

Die Schweizerische Nationalbank beschloss am 23. März 2000, ihre Geldpolitik weiter zu straffen und das Zielband für den Dreimonats-Libor von 1,75%–2,75% auf 2,5%–3,5% anzuheben. Sie reagierte damit auf die zunehmenden Inflationsgefahren, die von der konjunkturellen Beschleunigung und der Wechselkursentwicklung ausgehen.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 10)

Die anziehende internationale Konjunktur und die günstigen monetären Rahmenbedingungen führten in der Schweiz im zweiten Halbjahr 1999 zu einer markanten Beschleunigung des Wirtschaftswachstums. Zum Wachstumsschub trugen vor allem die kräftig steigenden Exporte bei. Wie die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm auch die Beschäftigung stark zu und die Arbeitslosigkeit bildete sich weiter zurück. Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung erhöhte sich im vierten Quartal infolge der massiv gestiegenen Erdölpreise deutlich. Im Januar und Februar bildete sie sich leicht auf 1,6% zurück. Nachdem der Konjunkturaufschwung im In- und Ausland stärker ausgefallen war, als ursprünglich angenommen wurde, nahmen indessen die Teuerungsrisiken insgesamt zu.

Im Dezember 1999 kündigte die Nationalbank erstmals ein Zielband für den Dreimonats-Libor an. Sie setzte das Band auf 1,25%–2,25% fest und strebte zunächst den mittleren Bereich an. Gegen Ende Januar und Anfang Februar straffte die Nationalbank ihren geldpolitischen Kurs leicht. Sie liess den Dreimonats-Libor zunächst an den oberen Rand des Zielbandes steigen, bevor sie das Zielband am 3. Februar um einen halben Prozentpunkt auf 1,75%–2,75% an hob. Ausschlaggebend waren die zunehmenden Inflationsgefahren, die der Schwächeneigung des Frankens gegenüber dem Dollar und der unerwartet kräftigen Belebung der schweizerischen Konjunktur entsprangen.

Zur Geldpolitik im neuen Jahr (S. 38)

Nationalbankpräsident Hans Meyer erläutert in diesem Referat, gehalten an der Universität St. Gallen am 21. Januar 2000, die drei Hauptelemente des Anfang 2000 eingeführten geldpolitischen Konzeptes. Beim ersten Element, der Definition der Preisstabilität, ist zu beachten, dass die Teuerung nicht genau gemessen werden kann. Es ist für die Nationalbank zum anderen praktisch unmöglich, die Inflation exakt zu steuern. Die Nationalbank verfolgt deshalb kein eigentliches Inflationsziel. Das zweite Element, die Inflationsprognose über drei Jahre, bringt die vorausschauende Haltung der Nationalbank zum Ausdruck. Mit dem dritten Element, dem Zielband für die Umsetzung der Geldpolitik, wird von quantitativen Vorgaben am Geldmarkt abgerückt. Mengenvorgaben wurden angesichts der starken Schwankungen bei der Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben zusehends schwieriger. Die Nationalbank strebt mit der Festlegung eines Zielbandes keinen zinspolitischen Aktivismus an und wird Zinsschwankungen in einem gewissen Umfang weiterhin zulassen.

Die Europäische Zentralbank und ihre Geldpolitik (S. 48)

Die Europäische Zentralbank (EZB) nahm am 1. Januar 1999 ihre Tätigkeit auf und übernahm damit die Verantwortung für die Formulierung und Durchführung der Geldpolitik für den gesamten europäischen Währungsraum. Dieser Bericht diskutiert und beurteilt die allgemeinen Leitlinien und Prinzipien, auf welche sich die EZB bei der Formulierung ihrer Geldpolitik verlässt. Ausserdem wird auf die kritische Diskussion eingegangen, die im Hinblick auf das geldpolitische Konzept der EZB zwischen Anhängern einer Strategie der Inflationsziele (inflation targeting) und jenen einer Strategie der Geldmengenziele (monetary targeting) geführt wird. Schliesslich wird überprüft, ob aus dieser Diskussion für die Geldpolitik allgemein, und damit auch für die schweizerische Geldpolitik, relevante Erkenntnisse gewonnen werden können.

Decisioni di politica monetaria per il secondo trimestre del 2000 (p. 8)

Il 23 marzo 2000, la Banca nazionale ha optato per un corso più restrittivo della sua politica monetaria, rialzando la fascia di oscillazione per il Libor a tre mesi dall'1,75%–2,75% al 2,5%–3,5%. Con questa decisione, l'istituto d'emissione ha reagito al crescente pericolo d'inflazione derivante dall'accelerazione congiunturale e dall'evoluzione del tasso di cambio.

Situazione economica e monetaria (p. 10)

Il ravvivamento della congiuntura internazionale e le condizioni monetarie favorevoli si sono tradotte nel secondo semestre del 1999 in una netta accelerazione della crescita economica in Svizzera. Il notevole incremento delle esportazioni ha contribuito in modo preponderante a questa fase di vigorosa crescita. Oltre alla produzione economica globale, anche l'occupazione è fortemente cresciuta e la disoccupazione è ulteriormente calata. Il rincaro, misurato con l'indice dei prezzi al consumo, è nettamente aumentato nel quarto trimestre a causa del rialzo massiccio dei prezzi del petrolio; in gennaio e febbraio è quindi ridisceso leggermente, portandosi all'1,6%. Poiché la ripresa congiunturale in Svizzera e all'estero ha nettamente superato le aspettative, il rischio d'inflazione si è complessivamente accresciuto.

Nel dicembre del 1999, la Banca nazionale svizzera ha pubblicato per la prima volta una fascia di oscillazione per il Libor a tre mesi, fissata all'1,25%–2,25%, quale obiettivo intermedio della politica monetaria. In un primo tempo, la Banca ha mirato a mantenere il livello del Libor nella zona mediana di questa fascia; alla fine di gennaio e all'inizio di febbraio, ha quindi conferito alla sua politica monetaria un corso leggermente più restrittivo, acconsentendo dapprima ad un aumento del Libor a tre mesi fino al limite superiore della fascia-obiettivo, per poi rialzare quest'ultima, il 3 febbraio scorso, di mezzo punto percentuale all'1,75%–2,75%. Due sono stati i fattori determinanti alla base di tale decisione: il pericolo d'inflazione legato alla tendenza al deprezzamento del franco svizzero nei confronti del dollaro e il vigore inatteso del ravvivamento congiunturale nel nostro paese.

Politica monetaria nel 2000 (p. 38)

In questo discorso, tenuto il 21 gennaio 2000 all'università di San Gallo, il presidente della Banca nazionale, Hans Meyer, illustra i tre principali elementi della strategia di politica monetaria adottata dall'istituto d'emissione all'inizio del 2000. Per quanto riguarda il primo di essi – la definizione della stabilità dei prezzi – occorre sottolineare che non è possibile misurare esattamente il rincaro. Inoltre, poiché la Banca nazionale non dispone di possibilità pratiche per un esatto controllo dell'inflazione, essa non persegue un obiettivo quantitativo preciso in materia di rincaro. Il secondo elemento – la previsione d'inflazione per un periodo di tre anni – traduce l'atteggiamento previdente della Banca nazionale, mentre il terzo – la fascia-obiettivo per l'attuazione della politica monetaria – rappresenta una modifica rispetto alla fissazione di obiettivi quantitativi sul mercato monetario. Tale operazione, in effetti, è divenuta sempre più difficoltosa, date le forti oscillazioni della domanda di conti giro da parte delle banche. Fissando una fascia-obiettivo, la Banca nazionale non vuole tuttavia fare opera di attivismo in materia di politica dei tassi d'interesse; entro determinati limiti, l'istituto d'emissione continuerà ad ammettere deviazioni rispetto all'obiettivo fissato.

Politica monetaria della Banca centrale europea (p. 48)

Il 1° gennaio 1999, la Banca centrale europea (BCE) ha avviato la sua attività, assumendo la responsabilità di definire ed attuare la politica monetaria per l'intera area monetaria europea. In questo rapporto vengono discussi e valutati i criteri generali e principi sui quali la BCE si basa per definire la sua politica monetaria. Inoltre, in merito alla strategia di politica monetaria della BCE, viene presentato il dibattito insorto tra i fautori di un sistema d'obiettivi riferiti all'inflazione (inflation targeting) e coloro che optano per obiettivi riferiti alla massa monetaria (monetary targeting). Nel rapporto viene infine esaminato se da questa discussione si possano trarre insegnamenti di rilievo per la politica monetaria in generale e quindi anche per la politica monetaria svizzera.

Monetary policy decisions for the 2nd quarter 2000 (p. 8)

On 23 March 2000, the Swiss National Bank decided to further tighten its monetary policy and to increase the target range for the three-month Libor rate from 1.75%–2.75% to 2.25%–3.5%. This step was in response to the growing inflationary dangers emanating from accelerating economic activity and the development of the exchange rate.

Economic and monetary developments (p. 10)

Strengthening international economic activity and the favourable monetary environment caused economic growth to gain considerable momentum in Switzerland in the second half of 1999. Vigorously rising exports were the main factor contributing to the surge in growth. In line with overall economic output, employment levels also moved up significantly while jobless figures continued to fall. The inflation rate measured by consumer prices increased markedly in the fourth quarter in the wake of substantially higher oil prices. In January and February, it again declined slightly to 1.6%. Following a stronger economic upswing both in Switzerland and abroad than had originally been expected, inflation risks, however, grew overall.

In December 1999, the National Bank for the first time announced a target range for the three-month Libor rate. It fixed the target range at 1.25%–2.25%, initially aiming at the middle of the range. Near the end of January and at the beginning of February, the National Bank tightened its monetary policy course somewhat. It first allowed the three-month Libor rate to rise to the upper level before increasing the target range by one-half percentage point to 1.75%–2.75% on 3 February. The decisive factor was the growing inflationary dangers emanating from the weak trend of the Swiss franc vis-à-vis the US dollar and from the unexpectedly vigorous upswing of the Swiss economy.

Monetary policy in 2000 (p. 38)

In a speech delivered at the University of St Gallen on 21 January 2000, the Chairman of the National Bank's Governing Board, Hans Meyer, elaborated on the three main elements of the monetary policy concept introduced at the beginning of 2000. With respect to the first element, the definition of price stability, it must be borne in mind that inflation cannot be measured with complete accuracy. Moreover, it is practically impossible for the National Bank to steer inflation precisely, which is why the National Bank does not pursue an actual inflation target. The second element, the inflation forecast over a period of three years reflects the National Bank's forward-looking stance. The third element, the target range for implementing monetary policy represents a deviation from quantitative standards in the money market. It became increasingly difficult to set such standards in view of the strong fluctuations in the banks' demand for sight deposits. In fixing a target range, the National Bank does not aim at pursuing an active interest rate policy and will continue to permit interest rate fluctuations to a certain extent.

The European Central Bank and its monetary policy (p. 48)

On 1 January 1999, the European Central Bank (ECB) took up its activity and assumed responsibility for formulating and implementing monetary policy for the entire European currency area. This paper discusses and assesses the general guidelines and principles based on which the ECB formulates its monetary policy. The article also deals with the critical discussion surrounding the ECB's monetary policy concept taking place between adherents of a strategy of inflation targeting and adherents of a strategy of monetary targeting. Finally, the study also investigates whether relevant insights may be gained from this discussion for monetary policy in general and therefore also for Swiss monetary policy.

Décisions de politique monétaire

La Banque nationale suisse a décidé, le 23 mars 2000, de resserrer davantage les rênes monétaires et de porter la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 1,75%–2,75% à 2,5%–3,5%. Elle a ainsi réagi aux dangers inflationnistes croissants, qui découlent de l'accélération de la conjoncture et de l'évolution des cours de change. La Banque nationale a annoncé en outre son intention de viser la zone médiane de la marge de fluctuation.

La précédente modification de la marge de fluctuation du Libor remontait au 3 février. La Banque nationale avait alors relevé cette marge d'un demi-point pour la porter à 1,75%–2,75%. Les données économiques publiées depuis indiquent que la conjoncture en Suisse a très fortement gagné en vigueur dans la seconde moitié de 1999. Cette accélération de la croissance, d'une ampleur inattendue, s'est accompagnée d'une nette progression de l'emploi et d'un nouveau repli du chômage. Elle repose sur une large assise. Sur le marché intérieur, on observe une hausse non seulement de la consommation privée, mais aussi de la demande de constructions en particulier. Les principales impulsions ont cependant découlé des exportations qui ont été stimulées par la conjoncture plus forte sur le plan international et par la baisse du cours du franc en données pondérées par les exportations.

Les indicateurs conjoncturels avancés montrent que la croissance du produit intérieur brut réel en 2000 sera sensiblement supérieure à la prévision de près de 2% faite par la Banque nationale à fin 1999. Dans l'industrie et la construction, les entrées de commandes et les commandes en portefeuille ont progressé considérablement. Le climat de consommation est extrêmement bon et, sur le marché du travail, des signes d'assèchement sont de plus en plus perceptibles. En outre, des impulsions inflationnistes viennent de l'étranger. La baisse du cours du franc pondéré par les exportations renchérit les importations, et les coûts de production augmentent à la suite de la hausse des prix des matières premières.

Les risques inflationnistes se sont nettement accrus, étant donné l'évolution dynamique de la conjoncture et la tendance persistante au repli du franc face au dollar. Si la Banque nationale avait laissé inchangés les taux d'intérêt, le renchérissement – mesuré aux prix à la consommation – aurait pu passer à moyen terme au-dessus de 2%. Le relèvement de $\frac{3}{4}$ de point de la marge de fluctuation du Libor à trois mois doit contrecarrer ce danger.

Situation économique et monétaire en Suisse*

Rapport destiné à la Direction générale, pour l'examen trimestriel de la situation, et au Conseil de banque

* Le rapport a été approuvé le 23 mars 2000. Autant que possible, il tient compte également des informations publiées après cette date. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières.

1 Environnement international

La conjoncture internationale a nettement gagné en vigueur depuis le milieu de 1999. D'importantes impulsions ont continué à découler de l'économie américaine, toujours en forte expansion. Mais la reprise dans les pays nouvellement industrialisés du Sud-Est asiatique et d'Amérique latine a également contribué à l'amélioration de la situation sur le plan international. Sous l'effet du redressement de la demande mondiale, la croissance économique s'est accélérée en Europe, au second semestre de 1999. Au Japon par contre, la conjoncture est restée morose.

1.1 Conjoncture

Croissance toujours forte aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, le produit intérieur brut réel a vigoureusement augmenté au quatrième trimestre de 1999; il dépassait de 4,5% le niveau observé un an auparavant. L'essor de la consommation privée s'est accéléré, grâce à la forte progression du revenu disponible des ménages et à des gains en capital. Les exportations, stimulées en particulier par la fermeté de la demande mondiale de produits électroniques, ont apporté elles aussi un important soutien à la croissance. Les investissements ont toutefois perdu de la vigueur à cause de la hausse des taux d'intérêt depuis le début de 1999.

L'expansion économique s'est accompagnée d'une nouvelle hausse de l'emploi et d'une baisse du chômage. En janvier, le taux de chômage s'inscrivait à 4%. En dépit des tensions régnant sur le marché du travail et des coûts croissants de la main-d'œuvre,

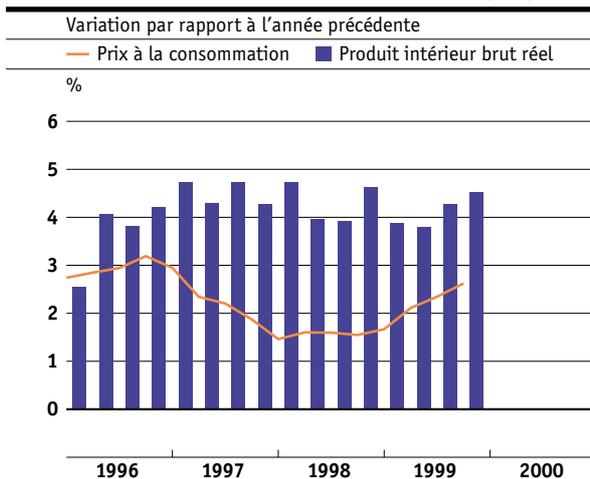
le renchérissement est resté modéré. Les gains de productivité considérables et la vaste extension des capacités de production de l'industrie l'ont contenu; en 1999, le taux d'utilisation des capacités a légèrement diminué, malgré la forte augmentation de la production industrielle.

Selon les indicateurs disponibles pour le premier trimestre 2000, l'économie américaine a gardé son dynamisme. La croissance de la production industrielle s'est accélérée pour atteindre 5,8%, en comparaison annuelle, et les commandes ont nettement progressé.

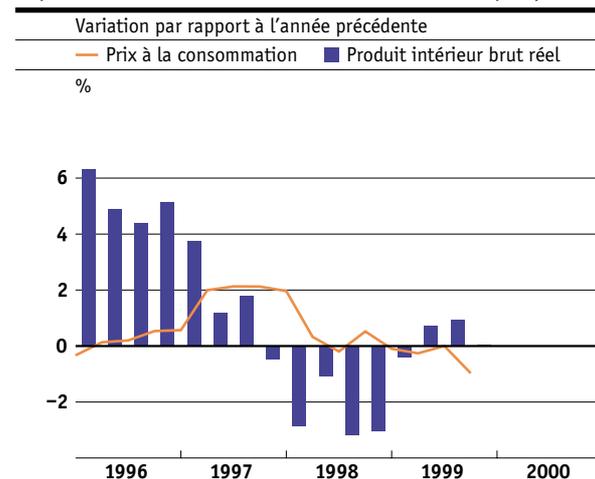
Dynamisme croissant en Europe

Dans les grands pays industrialisés européens, la conjoncture a pris de la vigueur au second semestre de 1999. Le produit intérieur brut réel de la zone euro a augmenté de 0,9% du troisième au quatrième trimestre et dépassait de 3,1% son niveau des trois derniers mois de 1998. Le retournement de tendance a été particulièrement marqué en Allemagne et en Italie, pays qui avaient fortement ressenti les effets de la crise asiatique. Après une progression d'à peine 1% en moyenne des trois premiers trimestres, le produit intérieur brut allemand s'est accru, en comparaison annuelle, de 2,3% au quatrième trimestre. L'économie italienne s'est elle aussi redressée, mais son taux de croissance était de 2,1%, soit un rythme nettement inférieur à celui de la France (3,2%). La reprise a été remarquable également au Royaume-Uni; la croissance du produit intérieur brut réel s'établissait à 2,7% au quatrième trimestre, contre 0,8% un an auparavant.

Etats-Unis Graphique 1.1



Japon Graphique 1.2



Source pour graphiques 1.1 et 1.2:
Banque des Règlements Internationaux
(BRI)

Dans la plupart des pays, les principales impulsions ont découlé des exportations. La demande intérieure est cependant restée un important soutien de la conjoncture, avant tout au Royaume-Uni, et a gagné en dynamisme dans d'autres pays européens. En Allemagne par exemple, on a observé un raffermissement de la consommation privée et, dans une plus faible mesure, des investissements en constructions.

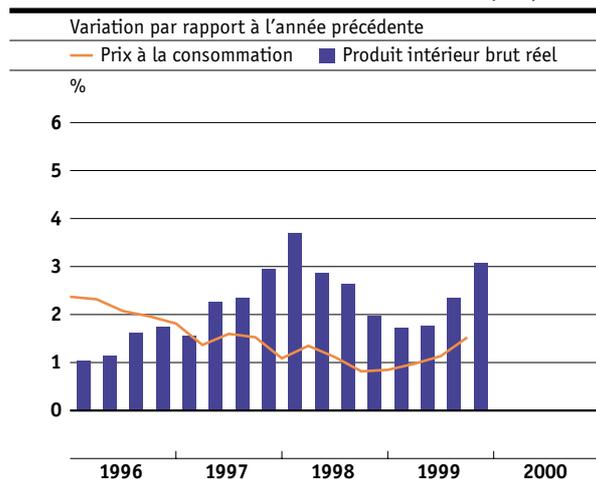
Les enquêtes menées par l'UE au début de l'année indiquent que la conjoncture continue à évoluer favorablement. Le climat chez les producteurs s'est nettement amélioré; la hausse de cet indicateur a été particulièrement prononcée en Allemagne et au Royaume-Uni. Le climat de consommation, en recul une grande partie de l'année 1999, a atteint un nouveau sommet, grâce à l'amélioration graduelle de la situation sur le marché du travail. En 1999, l'emploi a légèrement augmenté dans l'UE, et le taux de chômage a diminué. Ce dernier s'inscrivait à 9,1% au quatrième trimestre de 1999, contre 9,7% un an auparavant.

Nouvelle stagnation de la conjoncture au Japon

Au Japon, la reprise hésitante de la conjoncture a pris fin au second semestre de 1999. En raison du repli des investissements publics et de la stagnation de la consommation privée, le produit intérieur brut réel a régressé par rapport à la première moitié de l'année; il ne dépassait que de 0,5% son niveau de la période correspondante de 1998. Les exportations, qui avaient fortement progressé jusqu'au troisième trimestre grâce à la vive demande des Etats-Unis et des pays nouvellement industrialisés d'Asie orientale, ont perdu de leur vigueur au quatrième trimestre. Elles ont subi avant tout les effets de la revalorisation sensible du yen. L'amélioration de la situation dans l'industrie a constitué une lueur d'espoir. La production industrielle s'est fortement redressée au second semestre et a affiché une hausse de 3,6% en comparaison annuelle. Dans l'enquête de décembre, les entreprises se sont montrées légèrement plus optimistes qu'en automne; elles ont toutefois continué à estimer la situation insatisfaisante.

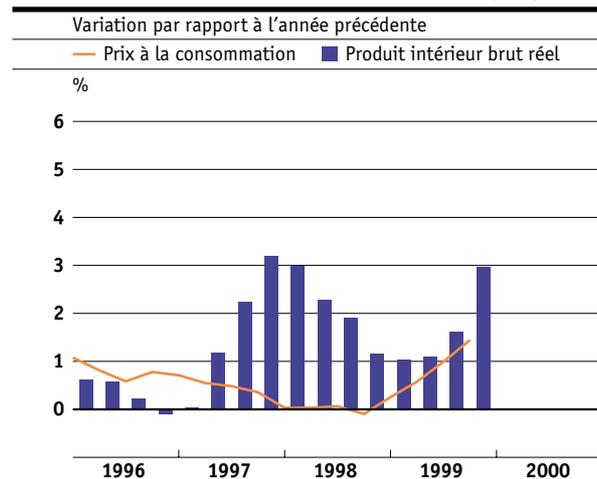
Sur le marché du travail, la situation s'est stabilisée. L'emploi a cessé de reculer au quatrième trimestre, et le taux de chômage est demeuré inchangé à 4,6%. Tenant compte de la faiblesse de la conjoncture intérieure, le gouvernement a mis en route un nouveau programme de relance, le neuvième depuis 1992. Il porte sur un volume représentant environ 3,5% du produit intérieur brut et devrait stimuler la demande au second semestre de cette année.

Zone euro Graphique 1.3



Source: BRI

Suisse Graphique 1.4



Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et Secrétariat d'Etat à l'économie (seco)

1.2 Evolution monétaire

Accélération du renchérissement

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement s'élevait en moyenne des sept grands pays industrialisés à 1,9% en janvier 2000, contre 1,7% en octobre 1999; il était ainsi supérieur de 0,7 point au niveau observé un an auparavant. La hausse des prix s'est accélérée, passant de 2,6% à 2,7% aux Etats-Unis, de 1,2% à 2% au Royaume-Uni et de 1,4% à 2% dans la zone euro. Le Japon a constitué une exception, puisque son niveau des prix a diminué une nouvelle fois. Le renchérissement que l'OCDE calcule sans l'alimentation et l'énergie est resté inchangé à 1,4% dans les grands pays industrialisés.

Répercussions modérées de la hausse des prix du pétrole

L'indice des prix sur le marché mondial du pétrole brut (calculé sur la base de prix en dollars) s'établissait à 110 points en décembre 1999 et dépassait de 134% le niveau observé un an auparavant. Il a ainsi marqué sa plus forte hausse depuis le second semestre de 1990, lorsqu'il avait doublé en peu de temps pour atteindre 150 points à la suite de la crise du Koweït. Le renchérissement du pétrole tend à ralentir la conjoncture dans les pays industrialisés, qui sont pour la plupart importateurs nets de cette matière première. Ces effets négatifs devraient toutefois rester modestes, étant donné que la part du pétrole dans la consommation totale des pays industrialisés a poursuivi son mouvement de repli dans les années nonante. En outre, les importations plus fortes des pays producteurs de pétrole devraient compenser en partie ces effets négatifs.

Nouveau durcissement de la politique monétaire aux Etats-Unis et en Europe

Au premier trimestre, les banques centrales des pays industrialisés ont poursuivi le resserrement de leur politique, amorcé au milieu de 1999. Les 2 février et 21 mars, la banque centrale américaine a augmenté d'un demi-point au total le taux de l'argent au jour le jour et le taux de l'escompte, qui ont ainsi passé à respectivement 6% et 5,5%. Par ces mesures, elle a réagi face aux risques inflationnistes découlant de la vive croissance économique. Tenant compte du fort raffermissement de la demande intérieure, la Banque d'Angleterre a elle aussi relevé son taux directeur à la mi-janvier et à la mi-février; elle l'a porté de 5,5% à 6%. Les 3 février et 16 mars, la Banque centrale européenne (BCE) a majoré son taux

directeur – le taux des opérations principales de refinancement (pensions de titres) – d'un demi-point au total pour l'amener à 3,5%. Elle a justifié ce durcissement par la conjoncture mondiale plus forte, par la faiblesse persistante de l'euro face au dollar et par la hausse des prix du pétrole. Au début de février, les banques centrales danoise et suédoise ont toutes deux augmenté leurs taux directeurs, qui ont ainsi passé de 3% à 3,25% au Danemark et de 3,25% à 3,75% en Suède. A la mi-mars, les autorités monétaires danoises ont emboîté le pas à la BCE, mais celles de Suède ont maintenu inchangé leur taux directeur.

Politique monétaire toujours expansionniste au Japon

La Banque du Japon a continué à mener une politique monétaire généreuse et à mettre à la disposition du système bancaire des liquidités à un taux d'intérêt proche de zéro. Le taux officiel de l'escompte est resté inchangé à 0,15%.

Nouvelle hausse des taux d'intérêt à long terme

Le renforcement de la croissance économique et, dans de nombreux pays, l'accélération du renchérissement ont entraîné, jusqu'en janvier 2000, une nouvelle hausse des taux d'intérêt à long terme. Après le resserrement des rênes monétaires de début février, les craintes au sujet d'une recrudescence de l'inflation se sont atténuées, et le calme est revenu sur les marchés des capitaux.

Aux Etats-Unis, les rendements des emprunts d'Etat à dix ans ont augmenté de 0,7 point durant les mois de décembre et de janvier. Ils s'établissaient ainsi à 6,7%, soit à leur niveau d'avant l'éclatement de la crise asiatique, en été 1997. Ils ont ensuite légèrement fléchi, passant à 6,4% à fin février. Dans la zone euro, les taux à long terme ont suivi une évolution semblable. Après une sensible hausse en janvier, le rendement moyen des emprunts d'Etat à dix ans s'est stabilisé à 5,7% en février. Au Royaume-Uni, les taux à long terme ont progressé jusqu'en octobre 1999 pour atteindre 5,8%; ils se sont repliés en novembre, puis ont marqué une légère augmentation en février. Au Japon, les rendements à long terme ont fluctué autour de 1,8%, leur niveau depuis le troisième trimestre de 1999.

1.3 Perspectives conjoncturelles

Optimisme croissant

Les prévisions de croissance pour l'année 2000 ont été tendanciellement revues à la hausse à partir de l'automne de 1999. En mars, la prévision consensuelle¹ de croissance (réelle) pour l'économie américaine était de 4,3%, soit un taux supérieur de 1,2 point au rythme prévu en novembre 1999 et nettement plus élevé que celui de l'OCDE (voir tableau 1). Pour l'UE, la prévision consensuelle était de 3,1%, après 2,9% en novembre. Dans le cas du Japon, elle est restée presque inchangée à 0,9%. La forte dispersion des prévisions reflète, en outre, la grande incertitude qui règne quant à l'évolution conjoncturelle dans ce pays.

Les prévisions d'inflation sont restées dans une large mesure inchangées. En 2000, le renchérissement devrait être de 2,6% aux Etats-Unis et de 1,8% dans l'UE.

Prévisions établies par l'OCDE

Tableau 1

	Croissance économique ²			Renchérissement ³			Taux de chômage ⁴		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Union européenne	2,1	2,8	2,8	1,4	1,8	1,8	9,4	8,8	8,4
Allemagne	1,3	2,3	2,5	0,7	1,4	1,4	9,0	8,7	8,3
France	2,4	3,0	2,9	0,8	1,2	1,3	11,1	10,3	9,6
Royaume-Uni	1,7	2,7	2,3	1,7	2,4	2,3	6,1	6,0	5,9
Italie	1,0	2,4	2,7	1,8	1,8	1,6	11,6	11,2	10,7
Etats-Unis	3,8	3,1	2,3	1,6	2,3	2,4	4,2	4,2	4,6
Japon	1,4	1,4	1,2	-0,3	-0,3	-0,3	4,7	4,7	4,7
Suisse	1,4	1,8	2,2	0,8	0,8	1,1	2,8	2,6	2,3
OCDE	2,8	2,9	2,6	1,2	1,8	1,8	6,7	6,4	6,3

1 Il s'agit d'une enquête mensuelle effectuée par le Consensus Economics Inc. auprès de quelque 200 entreprises et instituts de recherches conjoncturelles d'une vingtaine de pays; elle porte sur l'évolution attendue du PIB, des prix, des taux d'intérêt et d'autres variables.

2 Produit intérieur brut réel, variation en % par rapport à l'année précédente

3 Indice implicite de prix de la consommation, variation en % par rapport à l'année précédente; OCDE, sans les pays à forte inflation

4 En % de la population active
Source: Perspectives économiques de l'OCDE, décembre 1999

2 Evolution monétaire

2.1 Taux d'intérêt

Hausse des taux d'intérêt à court terme

A fin 1999, la BNS a annoncé pour la première fois la fixation d'une marge de fluctuation pour le Libor à trois mois (taux d'intérêt appliqué aux dépôts à trois mois en francs sur le marché interbancaire de Londres). Cette marge, qui définit le cadre pour les opérations de la BNS sur le marché monétaire, a été fixée au début entre 1,25% et 2,25%. La BNS a indiqué en outre son intention de laisser évoluer le Libor dans la zone médiane de cette fourchette. Elle a décidé, le 20 janvier, de durcir légèrement sa politique et de viser la zone supérieure de la marge de fluctuation. Le 3 février, la BNS a porté la marge entre 1,75% et 2,75%. En resserrant graduellement sa politique, elle a tenu compte du danger inflationniste croissant créé par la faiblesse persistante du franc face au dollar et par la reprise étonnamment vigoureuse de la conjoncture suisse. A fin février, le Libor à trois mois s'établissait à 2,44%.

Dans les derniers mois de 1999, l'évolution des taux à court terme a reflété la crainte, largement répandue, de dysfonctionnements de systèmes informatiques qui pourraient déboucher sur des pénuries de liquidités en fin d'année. Bien que la Banque nationale ait annoncé suffisamment tôt son intention de répondre, de manière souple, à la demande supplémentaire de liquidités, les taux à court terme, pour les échéances tombant après la fin de l'année, ont nettement augmenté. En moyenne du quatrième trimestre, le Libor à trois mois atteignait 2,08% et dépassait de 0,9 point son niveau du trimestre précédent; le rendement à l'émission des créances comptables sur la Confédération a progressé de 0,8 point pour s'inscrire à 1,82%. En revanche, le taux de l'argent au jour le jour a diminué en moyenne de 0,3 point, passant à 1,09%.

Au quatrième trimestre, les rémunérations des dépôts à trois mois en francs ont augmenté davantage que celles des placements de même durée en monnaies étrangères. L'écart entre les taux des dépôts en euros et en francs était de 1,35 point en moyenne, soit un niveau inférieur de 0,2 point à celui du trimestre précédent. Pendant la même période, l'écart entre les taux des placements en dollars et en francs a passé de 4,26 à 4,06 points, alors que celui entre les dépôts en francs et en yens – les rémuné-

rations servies sur le yen sont plus basses – s'est creusé de 0,7 point pour atteindre 1,78 point. La tendance s'est poursuivie en janvier et en février.

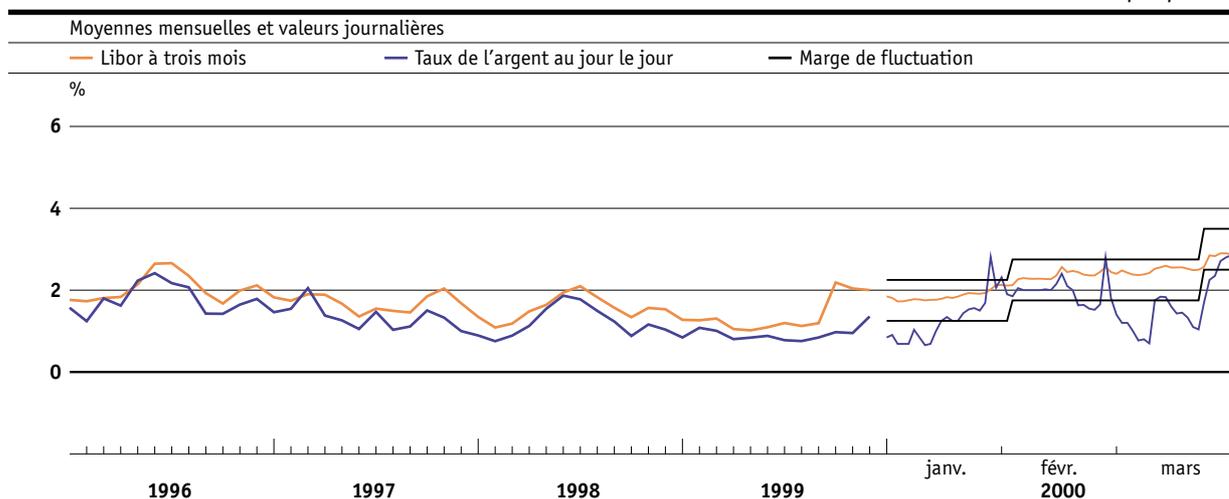
Progression des rendements obligataires

En moyenne du quatrième trimestre, le rendement moyen des obligations fédérales s'établissait à 3,56%. Il était supérieur de 0,4 point à son niveau de la période précédente. Sa progression a donc été moins forte que celle des taux à court terme. L'écart entre les taux longs et les taux courts a par conséquent diminué, après avoir augmenté les trimestres précédents. Néanmoins, la courbe des taux indique que les marchés tablent toujours sur une hausse des rémunérations à court terme.

Comme sur le marché monétaire, les rendements des obligations ont, au quatrième trimestre, augmenté davantage en Suisse qu'à l'étranger. Aussi la différence par rapport aux rendements des emprunts d'Etat à dix ans aux Etats-Unis et dans l'UE a-t-elle fléchi de 0,1 point, passant à respectivement 2,58 points et 1,76 point. Quant à l'écart entre le rendement moyen des obligations de la Confédération et celui – inférieur – des emprunts de l'Etat japonais, il s'est creusé de 0,4 point pour s'inscrire à 1,79 point.

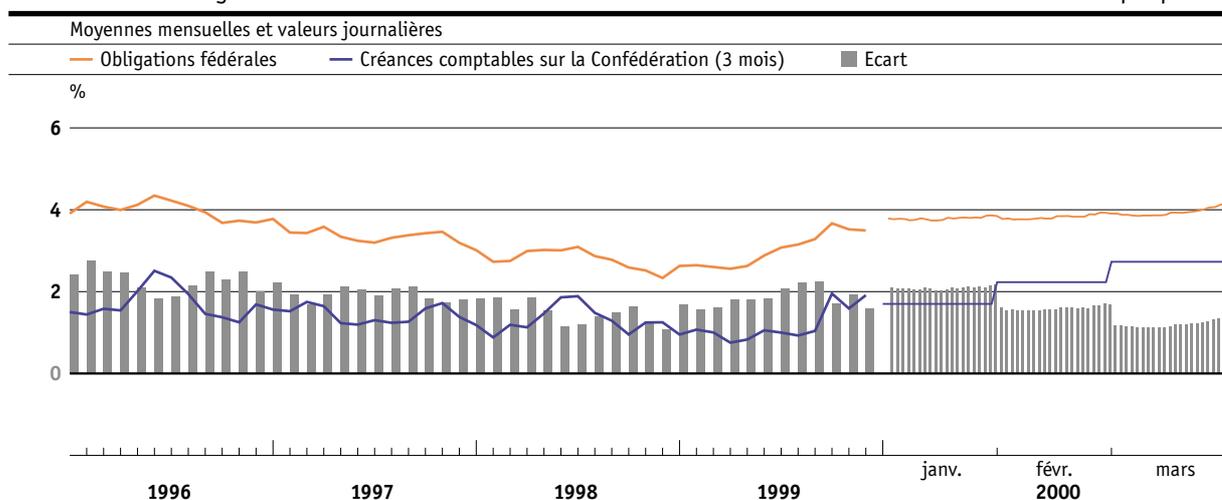
Taux hypothécaires et rémunérations des obligations de caisse et des dépôts d'épargne

Du troisième au quatrième trimestre, les taux hypothécaires des banques cantonales ont évolué en sens opposé. Le taux moyen des anciennes hypothèques à rémunération variable a diminué de 0,04 point pour s'établir à 3,80%. En revanche, celui des



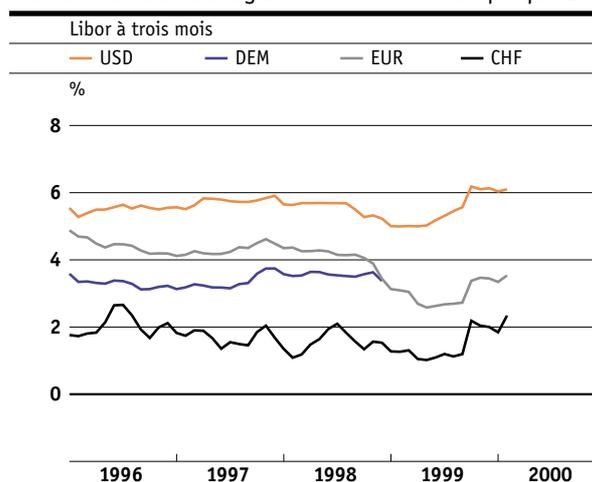
Rendement des obligations et structure des taux d'intérêt

Graphique 2.2



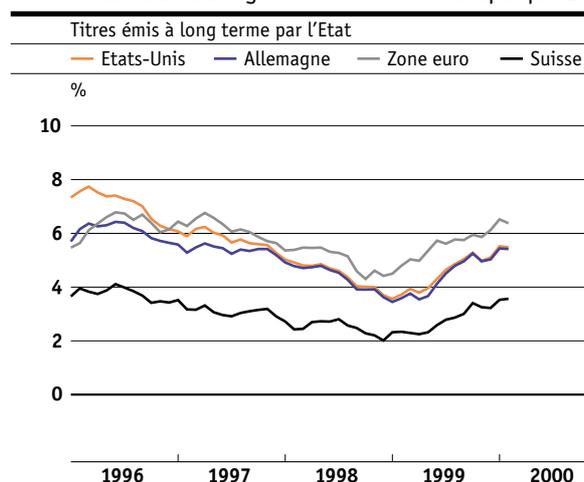
Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 2.3



Taux d'intérêt à l'étranger

Graphique 2.4



Source pour graphiques 2.1 et 2.3: BNS

Graphique 2.2: Obligations fédérales: le rendement moyen est calculé d'après l'échéance finale ou d'après la date de remboursement anticipé le plus proche, selon que les cours sont inférieurs ou supérieurs au cours auquel un remboursement anticipé peut être demandé. Créances comptables sur la Confédération:

rendements le jour de clôture des enchères; valeur mensuelle: rendement de la dernière mise aux enchères du mois. Source: BNS

Graphique 2.4: Etats-Unis: rendement, sur le marché secondaire, des titres à 10 ans d'échéance du Trésor américain; Allemagne: rendement d'obligations fédérales, cotées en bourse, à 10 ans d'échéance; Suisse: rendement moyen d'obligations fédérales; voir graphique 2.2. Source: BRI

nouvelles hypothèques a augmenté, passant de 3,80% à 3,94%. Les rémunérations servies par les banques cantonales sur les obligations de caisse atteignaient en moyenne 3,19% au quatrième trimestre, contre 2,63% le trimestre précédent. Quant aux taux des dépôts d'épargne, ils sont restés presque inchangés à 1,18%.

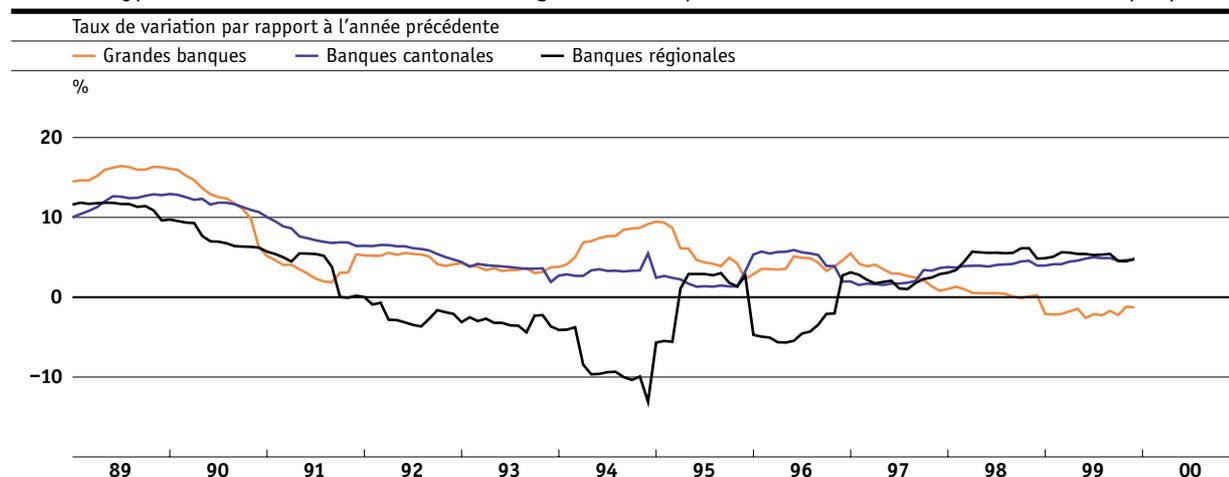
Au cours des deux premiers mois de l'an 2000, l'écart entre les taux des anciennes et des nouvelles hypothèques à taux variable s'est resserré, et les rémunérations servies sur les obligations de caisse et les fonds d'épargne ont enregistré une légère hausse.

Cours des actions en Suisse

Les cours des actions suisses, qui avaient peu varié pendant les trois premiers trimestres de 1999, ont sensiblement augmenté au quatrième trimestre. A fin 1999, le Swiss Performance Index (SPI) dépassait de 11,7% le niveau observé un an auparavant. En janvier et en février 2000 toutefois, il a fléchi, effaçant ainsi une grande partie de cette hausse. Les titres les plus recherchés sur toutes les places boursières ces derniers mois, à savoir ceux des sociétés actives dans la biotechnologie, les semi-conducteurs, Internet, les logiciels et les télécommunications, sont relativement peu représentés en Suisse, ce qui a pesé sur l'évolution de l'indice.

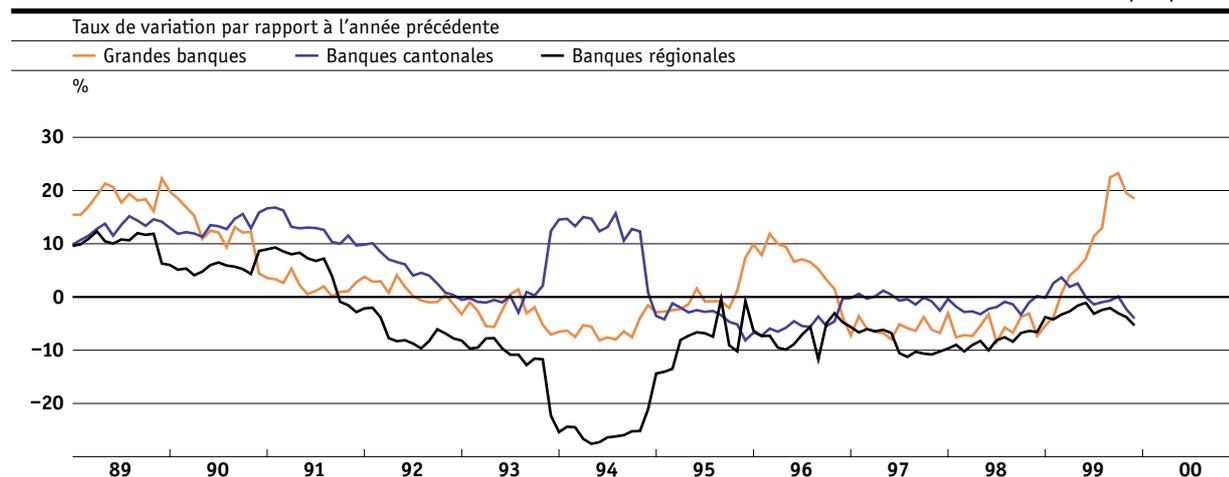
Créances hypothécaires en Suisse de diverses catégories de banques

Graphique 2.5



Créances sur la clientèle suisse

Graphique 2.6



Source : BNS

2.2 Cours de change

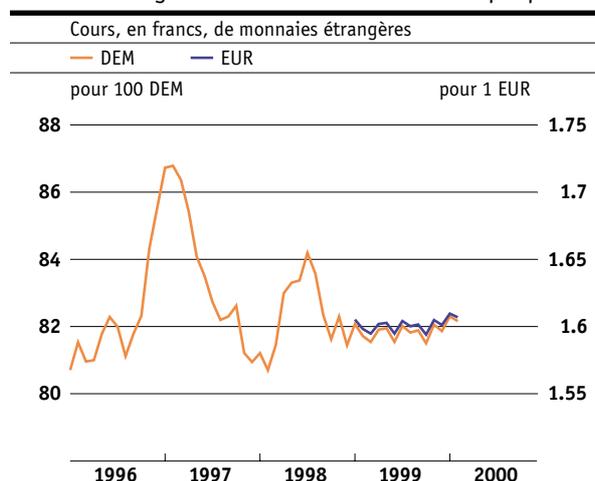
Sur les marchés des changes, le franc suisse a continuellement faibli par rapport au dollar durant le quatrième trimestre. Il a continué à se replier en janvier et en février 2000. Le franc a fléchi également face à la livre sterling et au yen japonais. En revanche, la relation entre l'euro et le franc est restée presque inchangée.

La faiblesse du franc et de l'euro face au dollar est due sans doute avant tout aux écarts dans la croissance économique. La forte expansion de la production aux Etats-Unis s'est encore accélérée au quatrième trimestre, ce qui a soutenu la demande de dollars et poussé à la hausse les anticipations en matière de taux d'intérêt.

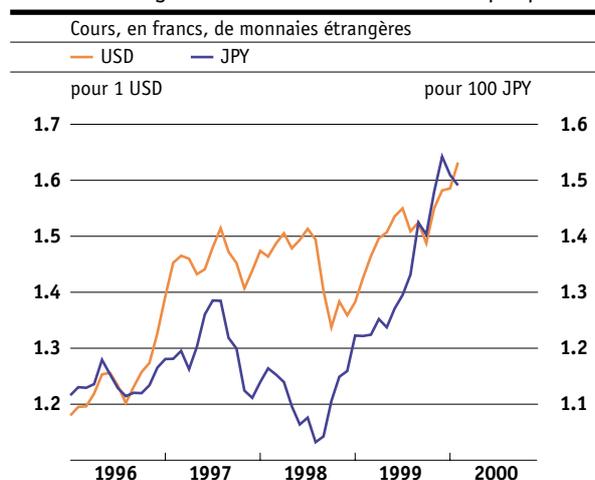
Du fait de la grande stabilité du franc par rapport à l'euro, la valeur extérieure du franc, pondérée par les exportations, était, en moyenne du quatrième trimestre, à peine inférieure à son niveau de la période précédente (-0,7%). En comparaison annuelle, elle a diminué de 3,6% en termes nominaux.

En termes réels, c'est-à-dire après correction des écarts d'inflation avec l'étranger, la valeur extérieure du franc s'est réduite de 0,5% d'un trimestre à l'autre et de 4,2% par rapport à la période correspondante de 1998. Les faibles différences entre les variations nominales et réelles montrent que les écarts d'inflation entre la Suisse et ses principaux partenaires commerciaux sont actuellement assez minimes. En janvier et en février 2000, le franc a continué à faiblir, en termes nominaux comme en termes réels.

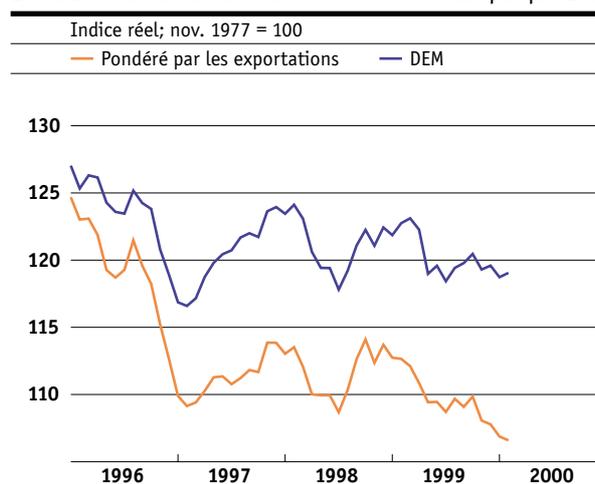
Cours de change Graphique 2.7



Cours de change Graphique 2.8



Evolution du cours du franc Graphique 2.9



Source pour graphiques 2.7 à 2.9: BNS

2.3 Agrégats monétaires

Faible croissance de la monnaie centrale

Les agrégats monétaires ont continué à croître modérément au quatrième trimestre. La monnaie centrale désaisonnalisée dépassait de 1,5% son niveau du même trimestre de 1998. Sa progression a découlé de la forte demande de billets de banque, qui s'est traduite par une expansion de 5,8% des billets en circulation. La demande de coupures de mille francs avait déjà beaucoup augmenté lorsque, au quatrième trimestre, celle de coupures plus petites s'est elle aussi raffermie. Les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale – la seconde composante de la monnaie centrale – ont diminué de 23,7% en l'espace d'une année. Le recul accéléré des avoirs en comptes de virements, en octobre et en novembre, est dû principalement à l'introduction des pensions de titres («repos») intrajournalières qui permettent aux banques d'assurer le trafic des paiements avec moins de liquidités en fin de journée.

En décembre et au début de la nouvelle année, le problème du «passage à l'an 2000» a influé sur l'évolution de la monnaie centrale. La crainte d'une pénurie de liquidités a entraîné avant tout un accroissement des billets en circulation; à la fin de l'année, ceux-ci étaient supérieurs de 11,9% au niveau observé un an auparavant. Après le passage à la nouvelle année, les billets ont reflué à un rythme très lent vers l'institut d'émission, si bien que les taux annuels de croissance des billets en circulation sont restés relativement élevés en janvier (6,4%) et en février 2000 (4,5%). Par conséquent, la croissance en un an de la monnaie centrale s'est maintenue à environ 3%.

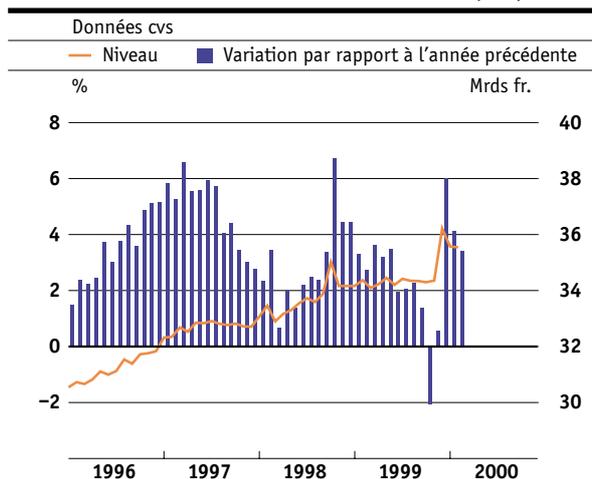
Progression modérée de M₃

L'agrégat M₃, que la BNS considère comme un indicateur précieux de l'évolution de l'inflation à moyen terme, a progressé de 1,2% entre le quatrième trimestre de 1998 et la période correspondante de 1999 et de 1,4% en moyenne de 1999. Son augmentation avait déjà été modérée en 1998 (1,2%).

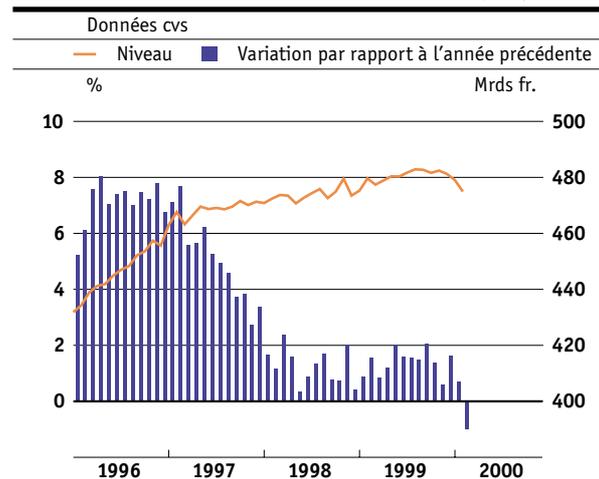
Parmi les principales composantes de la masse monétaire M₃, les fonds d'épargne et les dépôts à terme étaient, au quatrième trimestre, inférieurs de respectivement 2,1% et 7,4% à leur niveau du même trimestre de 1998. A l'inverse, le numéraire en circulation, les dépôts à vue et les comptes de transactions ont fortement augmenté en l'espace d'un an. Les agrégats M₁ et M₂, qui contrairement à M₃ ne contiennent pas de dépôts à terme, ont progressé davantage que M₃. En un an, l'agrégat M₁ s'est accru de 7,9%, et M₂, qui est formé de M₁ et des dépôts d'épargne, de 2,9%.

Au début de l'an 2000, la croissance des agrégats monétaires s'est encore ralentie. En février, M₁ dépassait de 2,7% seulement le niveau observé un an auparavant; M₂ et M₃ enregistraient même des replis de respectivement 1% et 1,2%.

Monnaie centrale Graphique 2.10



Masse monétaire M₃ Graphique 2.11



Source pour graphiques 2.10 et 2.11: BNS

Monnaie centrale

Tableau 2

	1998	1999	1998	1999				1999	2000	
			4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	décembre	janvier	février
Billets en circulation ¹	29,6	30,8	30,2	30,6	30,5	30,2	31,9	34,6	33,1	31,6
Variation ²	1,9	4,2	3,0	4,2	3,6	3,2	5,8	9,6	6,3	4,5
Avoirs en comptes de virements ¹	4,1	3,7	4,5	4,0	3,7	3,6	3,4	3,8	3,1	3,7
Variation ²	9,4	-9,2	18,8	2,7	-3,9	-9,3	-23,7	-15,9	-23,1	-10,3
MC ^{1,3}	33,6	34,5	34,7	34,6	34,2	33,9	35,4	38,3	36,1	35,4
MCD ^{1,4}	33,7	34,5	34,4	34,2	34,3	34,4	35,0	36,2	35,6	35,5
Variation ²	2,8	2,6	5,2	3,2	2,9	1,9	1,5	6,0	4,1	3,4

Agrégats monétaires au sens large⁵

Tableau 3

	1998	1999	1998	1999				1999	2000	
			4e trim.	1er trim. ^p	2e trim. ^p	3e trim. ^p	4e trim. ^p	décembre ^p	janvier ^p	février ^p
Numéraire en circulation	1,4	3,0	3,0	3,5	2,6	2,5	3,6	4,1	3,5	5,2
Dépôts à vue	11,2	11,8	12,3	7,5	16,2	15,6	8,4	6,1	5,5	-0,8
Comptes de transactions	6,5	7,6	3,9	4,3	7,5	9,9	9,0	10,1	9,1	6,8
M₁	8,0	9,0	7,8	5,7	11,1	11,6	7,9	7,2	6,5	2,7
Dépôts d'épargne	-0,8	-1,7	-2,1	-2,8	-1,3	-0,8	-2,1	-1,9	-3,5	-4,8
M₂	3,3	3,5	2,6	1,3	4,7	5,3	2,9	2,6	1,5	-1,0
Dépôts à terme	-8,2	-9,0	-6,2	-0,1	-12,9	-14,8	-7,4	-3,1	-3,3	-2,3
M₃	1,2	1,4	1,0	1,1	1,6	1,7	1,2	1,6	0,7	-1,2

1 Moyenne des valeurs mensuelles, en milliards de francs; en regard des mois figurent les moyennes des valeurs journalières.

2 En % par rapport à l'année précédente

3 Monnaie centrale = billets en circulation + avoires en comptes de virements

4 Monnaie centrale désaisonnalisée = monnaie centrale divisée par les coefficients saisonniers

5 Définition 1995; variation en % par rapport à l'année précédente

p Chiffres provisoires

2.4 Crédits et marché des capitaux

Accélération de la croissance des crédits

En 1999, les prêts des banques à des débiteurs suisses ont augmenté de près de 6%. L'année précédente, ils avaient encore stagné. Une expansion aussi forte n'avait plus été observée depuis 1990. La croissance des crédits à la clientèle suisse était de nouveau supérieure à celle du produit intérieur brut nominal, ce qui confirme la reprise de la conjoncture en Suisse.

Les deux composantes des crédits à la clientèle suisse – les créances sur la clientèle et les placements hypothécaires – ont continué à évoluer à des rythmes différents. En 1999, les créances hypothécaires des banques ont progressé d'un peu plus de 4%, et les créances sur la clientèle, de plus de 11%.

L'expansion des créances sur la clientèle suisse a découlé exclusivement des grandes banques. Leurs créances sur la clientèle se sont accrues de près de 19% en 1999. Des taux annuels de croissance encore plus élevés avaient été observés à la fin des trimestres précédents. Contrairement aux grandes banques, les banques cantonales et, surtout, les banques régionales ont réduit leurs créances sur la clientèle suisse. En revanche, ces deux catégories d'établissements ont été plus actives dans les opérations hypothécaires. Les placements hypothécaires des banques cantonales et régionales ont augmenté de près de 5% en 1999, alors que ceux des grandes banques ont diminué de plus de 1%. Du fait de ces tendances dans la politique en matière de crédits, les banques cantonales détenaient, à fin 1999, davantage de créances hypothécaires que les grandes banques.

Les crédits de construction – ils précèdent l'octroi de prêts sous forme de créances hypothécaires – étaient, à la fin du quatrième trimestre, une fois encore inférieurs au niveau enregistré un an auparavant.

Activité plus faible sur le marché des émissions

Au quatrième trimestre de 1999, les émissions d'obligations et d'actions sur le marché suisse des capitaux ont porté sur 13,9 milliards de francs, soit leur niveau le plus bas depuis le dernier trimestre de 1997. Après déduction des remboursements, le prélèvement net s'est inscrit à 2,4 milliards de francs, dont 0,8 milliard sous forme d'actions, 0,6 milliard d'emprunts de débiteurs suisses et 1 milliard d'emprunts de débiteurs étrangers. Le prélèvement net opéré sur le marché suisse des capitaux avait atteint 7,7 milliards de francs le trimestre précédent et 9,9 milliards au quatrième trimestre de 1998. Les émissions d'actions extrêmement élevées du quatrième trimestre de 1998 (privatisation partielle de Swisscom) ont toutefois sensiblement contribué au recul enregistré en comparaison annuelle. Le repli par rapport au troisième trimestre de 1999 est dû à la fois à une diminution des émissions et à une augmentation des remboursements.

En 1999, le recours net au marché suisse des capitaux s'est inscrit à 34,8 milliards de francs (1998: 47,3 milliards). D'une année à l'autre, les émissions ont fléchi, à l'exception de celles d'emprunts de débiteurs étrangers qui se sont maintenues à un niveau élevé; quant aux remboursements, ils se sont nettement accrus.

Bien que les rendements obligataires aient légèrement augmenté depuis le printemps de 1999, le niveau bas des taux d'intérêt a favorisé, en 1999 également, la dénonciation anticipée d'emprunts. Les remboursements ont porté au total sur un montant supérieur à ce qui avait été enregistré les deux années précédentes, mais à peine inférieur au chiffre record de 1996.

	1998	1999	1998 4e trim.	1999 1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Emprunts et actions, total							
Valeur d'émission ¹	83,1	75,5	20,5	21,4	23,9	16,4	13,9
Conversions/remboursements	35,8	40,9	10,7	12,9	7,8	8,7	11,5
Recours net	47,3	34,8	9,9	8,5	16,2	7,7	2,4
Emprunts obligataires suisses							
Valeur d'émission ¹	30,3	28,7	5,1	7,5	10,0	5,9	5,3
Conversions/remboursements	16,0	19,1	3,5	6,9	4,6	2,9	4,7
Recours net	14,3	9,6	1,6	0,6	5,4	3,0	0,6
Actions suisses							
Valeur d'émission ¹	11,3	5,0	8,7	0,8	2,4	0,6	1,2
Remboursements	3,6	2,6	1,7	0,2	0,9	1,2	0,3
Recours net	7,8	2,4	7,0	0,5	1,5	-0,5	0,8
Emprunts obligataires étrangers²							
Valeur d'émission ¹	41,5	42,0	6,7	13,2	11,5	9,9	7,4
Remboursements	16,2	19,2	5,4	5,9	2,3	4,7	6,4
Recours net ³	25,3	22,7	1,3	7,3	9,2	5,2	1,0

1 Selon la date de libération

2 Sans les emprunts
en monnaies étrangères

3 Sans les conversions

3 Demande globale et production

3.1 Produit intérieur brut et production industrielle

Accélération de la croissance économique

Au deuxième semestre de 1999, l'expansion de la conjoncture internationale ainsi que les conditions-cadres favorables sur le plan monétaire ont entraîné une nette accélération de la croissance économique en Suisse. Du troisième au quatrième trimestre, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,7% en taux annualisé. Il dépassait de 3% son niveau des trois derniers mois de 1998, ce qui représente sa plus forte progression depuis le quatrième trimestre de 1997. En moyenne annuelle, le produit intérieur brut réel s'est accru de 1,7%, soit davantage que ce qui était encore prévu au printemps de 1999.

L'accélération de la croissance vers la fin de 1999 s'explique principalement par la vive expansion des exportations de biens et de services; en comparaison annuelle, celles-ci ont fait un bond de 10%. La demande intérieure a poursuivi sa robuste progres-

sion, les impulsions étant venues de la consommation privée comme des investissements. La forte augmentation de la demande globale (4,9%) a engendré également une hausse sensible des importations. Etant donné que les exportations ont progressé à un rythme plus rapide, la contribution du commerce extérieur à la croissance est redevenue positive, pour la première fois depuis 1997.

Evolution favorable de la conjoncture dans l'industrie

Dans l'industrie, l'évolution montre que la reprise de la conjoncture a été robuste. En janvier, l'indicateur de la marche des affaires dans l'industrie, qui est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, s'inscrivait de nouveau nettement dans la zone positive. Tant les commandes, qui se sont accrues sensiblement en comparaison annuelle, que la reprise de la production y ont contribué dans une mesure égale.

Produit intérieur brut

Aux prix de 1990; contributions en points à la croissance annuelle du PIB

Tableau 5

	1998	1999	1998 4e trim.	1999 1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Consommation privée	1,4	1,3	1,5	1,5	0,9	1,4	1,4
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Formation de capital fixe	1,1	0,9	1,7	0,7	0,8	1,3	1,0
Constructions	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,3	0,3	0,5
Biens d'équipement	1,0	0,8	1,9	1,1	0,5	1,0	0,5
Demande intérieure finale	2,4	2,3	3,2	2,3	1,8	2,8	2,4
Stocks	1,7	-0,1	1,2	-0,7	-1,1	0,8	0,5
Exportations, total	1,9	1,9	-0,2	0,5	1,0	1,7	4,3
Demande globale	6,0	4,1	4,2	2,1	1,7	5,2	7,1
Importations, total	-3,9	-2,4	-3,0	-1,1	-0,6	-3,6	-4,2
PIB	2,1	1,7	1,2	1,0	1,1	1,6	3,0

Sources: OFS et Secrétariat d'Etat à l'économie (seco)

Grâce à des entrées de commandes en progression, les carnets de commandes se sont gonflés pour retrouver approximativement leur niveau d'avant la crise asiatique. Les stocks de produits finis, qui ont diminué entre octobre et janvier, étaient jugés comme n'étant plus que légèrement trop élevés. Il en découle – compte tenu aussi de l'évolution des commandes – que la production s'accroîtra considérablement au cours des prochains mois. La reprise de la conjoncture dans l'industrie, qui repose sur une large assise, s'est traduite également par une amélioration de la situation bénéficiaire des entreprises.

La reprise a été particulièrement sensible dans les branches à vocation fortement exportatrice, qui avaient le plus souffert du recul en 1998. Pour la première fois depuis deux ans, la marche des affaires a été légèrement meilleure dans ces branches que dans celles qui sont axées avant tout sur le marché intérieur.

Perspectives toujours optimistes

Les chefs d'entreprises s'attendent à ce que la marche des affaires reste favorable au cours des prochains mois. Tant les entreprises à vocation exportatrice que celles qui travaillent essentiellement pour le marché intérieur tablent sur une hausse des commandes et de la production. Elles prévoient donc une augmentation de leurs achats de produits semi-finis. Ces indicateurs avancés n'ont toutefois pas continué à progresser par rapport aux mois précédents.

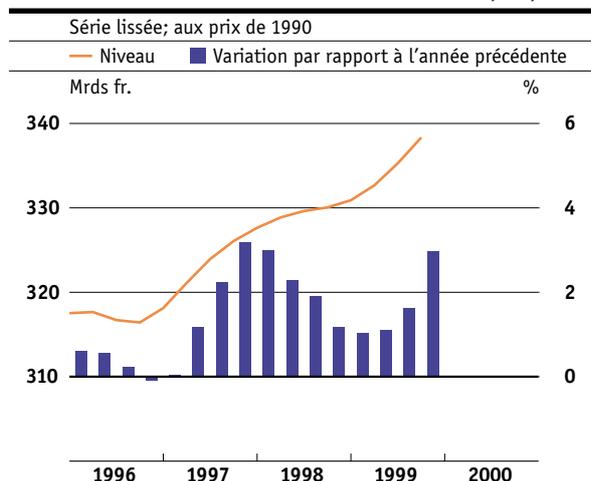
Le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ renseigne, avec un décalage de six à neuf mois, sur l'évolution qu'enregistre le produit intérieur brut réel. Sa hausse vigoureuse de janvier annonce une évolution toujours dynamique de la conjoncture.

PIB: prévisions pour l'an 2000

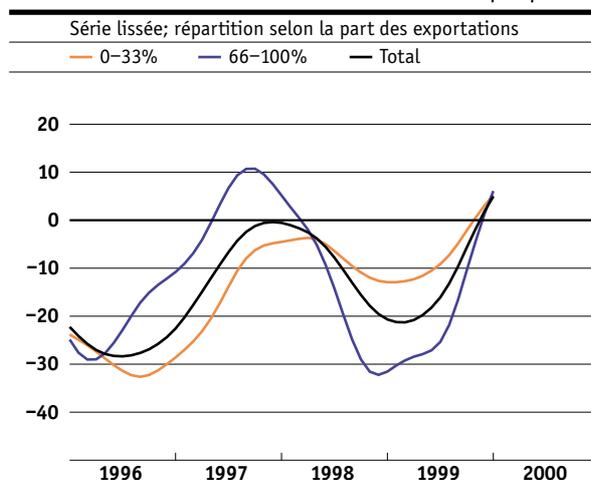
A fin 1999, la Banque nationale tablait sur une hausse du produit intérieur brut réel de 1,8% en 2000. Etant donné la forte croissance économique au quatrième trimestre de 1999 et l'évolution favorable des indicateurs conjoncturels avancés, l'expansion économique devrait atteindre un taux considérablement supérieur à ce qui était prévu. La prévision consensuelle¹, qui porte sur la croissance de l'économie suisse (BEC), a passé de 2%, en décembre 1999, à 2,4%, en mars 2000.

1 Vingt-cinq économistes de vingt-deux banques, entreprises et instituts de recherches conjoncturelles ont contribué au «Business Economists' Consensus» (BEC) de mars. Le BEC est établi et évalué par la Banque Cantonale de Zurich à la demande de l'association des Business Economists.

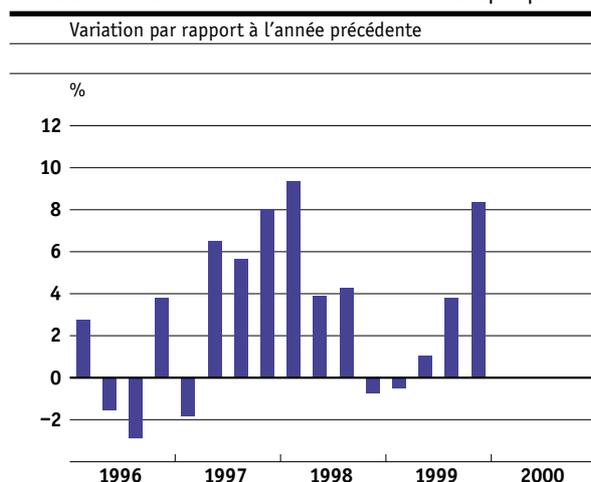
Produit intérieur brut Graphique 3.1



Marche des affaires dans l'industrie Graphique 3.2



Production industrielle Graphique 3.3



Graphique 3.1: Estimations trimestrielles, annualisées. Source: seco

Source pour graphique 3.3: OFS

Graphique 3.2: Il s'agit d'un indicateur composite qui tient compte des quatre éléments suivants: entrées de commandes et production, par rapport au mois correspondant de l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis. Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ

3.2 Commerce extérieur et balance des transactions courantes

Forte hausse des exportations de biens

Au deuxième semestre de 1999, les exportations suisses ont bénéficié de l'expansion de la conjoncture mondiale et de l'affaiblissement du cours réel du franc, pondéré par les exportations. En données corrigées des jours ouvrables¹, les exportations de marchandises dépassaient, au quatrième trimestre, de 8,6% leur niveau de la période correspondante de 1998; la progression avait été de 2,3% au troisième trimestre.

Contrairement à ce qui avait été observé au troisième trimestre, les exportations de biens d'équipement et de biens de consommation se sont accrues plus fortement (7,1% et 11,9%) que celles de matières premières et produits semi-finis (6,5%). La répartition selon les groupes de marchandises montre que les exportations de machines industrielles, d'instruments de précision et de produits pharmaceutiques ont gagné en dynamisme. Les ventes à l'étran-

ger de montres et de bijoux ont elles aussi augmenté, mais de manière moins marquée. Par contre, celles de textiles ont stagné, et celles de produits agrochimiques ont continué à diminuer.

Hausse des exportations vers l'UE

Selon leur répartition géographique, les exportations (nominales) vers les pays de l'UE ont progressé de 7,6% en comparaison annuelle (trois premiers trimestres: +1,7%). Les livraisons à l'Italie, à l'Autriche et aux pays du Benelux ont enregistré des taux d'expansion particulièrement élevés. Quant aux exportations vers l'Allemagne, elles ont marqué une hausse, mais dans une mesure moindre (5,9%).

Exportations, selon l'utilisation des marchandises, en termes réels²

Variation en % par rapport à l'année précédente³

Tableau 6

	1998 ⁴	1999	1998				1999				
			4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Total	4,7	3,4	-1,2	0,1	1,0	2,3	10,3				
Matières premières et produits semi-finis	4,6	2,0	-0,9	-3,4	-2,5	5,7	8,1				
Biens d'équipement	6,3	2,6	-2,5	1,5	-0,1	0,4	8,6				
Biens de consommation	3,3	5,4	-1,1	1,6	5,1	1,6	13,4				
Valeurs moyennes à l'exportation	-0,9	1,3	-1,7	0,2	-1,0	2,9	3,2				

Importations, selon l'utilisation des marchandises, en termes réels²

Variation en % par rapport à l'année précédente³

Tableau 7

	1998 ⁴	1999	1998				1999				
			4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Total	8,1	8,4	7,4	6,7	4,8	11,3	10,6				
Matières premières et produits semi-finis	5,0	3,7	-1,9	-1,9	1,7	2,8	12,1				
Biens d'équipement	12,2	12,4	17,0	15,3	8,5	19,2	6,4				
Biens de consommation	9,7	10,2	7,9	8,6	5,7	13,2	13,6				
Valeurs moyennes à l'importation	-4,1	-2,1	-3,4	-3,2	-2,9	-2,5	0,2				

1 Au chapitre 3.2, des données corrigées des jours ouvrables sont commentées. Le quatrième trimestre de 1999 ayant compté un jour ouvrable de plus que le trimestre correspondant de 1998, les taux de croissance du commerce extérieur s'inscrivaient environ

1,5 point au-dessous des taux officiels non adaptés. Les tableaux 6 et 7 ainsi que le graphique 3.5 reprennent les données officielles.

2 Sans les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (total 1)

3 Données non corrigées des jours ouvrables

4 Chiffres révisés
Source: Direction générale des douanes fédérales

Demande vigoureuse en provenance des Etats-Unis

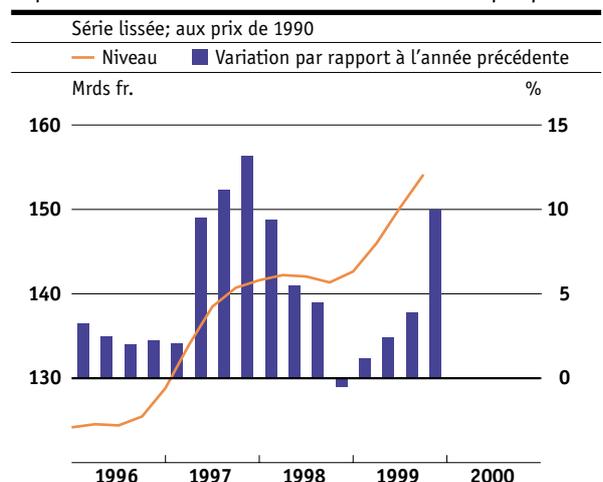
Les exportations vers les pays industrialisés non européens et les pays en développement ont augmenté beaucoup plus fortement que celles aux pays de l'UE. Les ventes aux Etats-Unis dépassaient de 25,4% leur niveau de la période correspondante de 1998. Stimulées par la forte revalorisation du yen, les livraisons au Japon se sont accrues de 15,9%, après une progression modérée pendant les trois premiers trimestres de l'année. L'expansion des exportations vers les pays en développement de l'Asie orientale a été encore plus vive, puisqu'elle a atteint 33,2%. En valeur, les flux de marchandises vers ces pays ont retrouvé approximativement leur niveau du deuxième trimestre de 1997, soit d'avant la crise asiatique. Une reprise s'est dessinée également du côté des livraisons aux pays d'Europe centrale et aux pays exportateurs de pétrole.

Importations en expansion

Au quatrième trimestre, les importations de biens ont poursuivi leur vigoureuse progression. En volume, elles dépassaient de 9,1% leur niveau de la

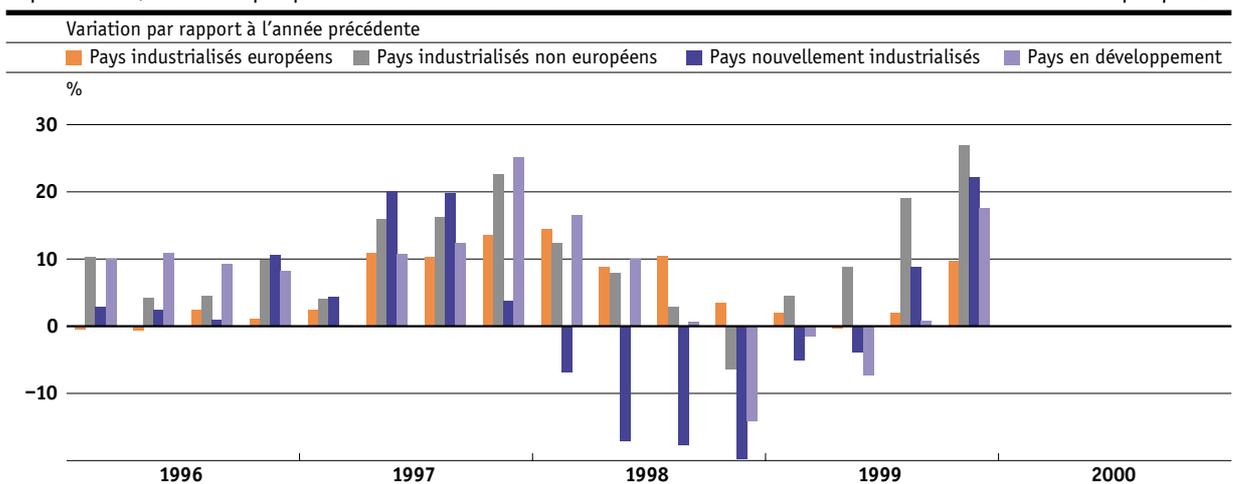
période correspondante de 1998. Les achats à l'étranger de matières premières et produits semi-finis se sont accrus de 10,6%, et ceux de biens de consommation, de 12,1%. La croissance des importations de biens d'équipement s'est toutefois ralentie, passant de 12,2% au troisième trimestre à 4,9% au trimestre suivant. Ce ralentissement est dû en grande partie au recul des livraisons d'avions. Même abstraction faite de cette composante volatile, la hausse des importations de biens d'équipement a été moins vive. Les achats d'ordinateurs à l'étranger ont progressé de 18%, soit un peu moins fortement, et les importations de machines industrielles ne dépassaient plus que de 1,6% leur niveau de la période correspondante de l'année précédente.

Exportations Graphique 3.4



Exportations, ventilées par partenaires commerciaux

Graphique 3.5



Sans les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (total 1).
Source: Direction générale des douanes fédérales

Graphique 3.4: Estimations trimestrielles, annualisées, y compris métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités (total 2). Source: seco

Hausse des prix à l'exportation et à l'importation

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'exportation ont augmenté de 3,2% entre le quatrième trimestre de 1998 et la période correspondante de 1999. Cette hausse est due principalement à la présence accrue d'articles plus chers dans les produits pharmaceutiques et la bijouterie. Elle ne reflète donc pas une augmentation générale des prix à l'exportation. Les prix à l'importation ont quant à eux cessé de diminuer au quatrième trimestre, en comparaison annuelle, après une baisse de 2,9% en moyenne des trois premiers trimestres. Cette évolution s'explique avant tout par la forte hausse des prix du pétrole (46,8%).

Balance des transactions courantes

Au quatrième trimestre, les exportations de marchandises se sont accrues de 14,5% par rapport à la période correspondante de 1998, et les importations, de 10,1%¹. La balance commerciale a dégagé un excédent de 0,6 milliard de francs, alors qu'elle s'était soldée par un déficit de 0,7 milliard au quatrième trimestre de 1998. Le solde actif de la balance des services a passé de 4,4 milliards à 5,4 milliards de francs. Les commissions bancaires ont fortement augmenté en comparaison annuelle, et les recettes issues du tourisme ont elles aussi marqué une hausse. L'excédent des revenus de facteurs – revenus du travail et revenus de capitaux – s'est accru de 2,5 milliards pour atteindre 7 milliards de francs. Sa progression a découlé principalement de la hausse des recettes nettes provenant des investissements de portefeuille et des investissements directs. Au total,

la balance des transactions courantes a ainsi enregistré un solde actif de 11,5 milliards de francs au quatrième trimestre, contre 6,6 milliards un an auparavant.

En 1999, l'excédent de la balance des transactions courantes a atteint le niveau record de 43,9 milliards de francs, soit 11,3% du produit intérieur brut nominal. Par rapport à l'année précédente, il s'est accru de 9,3 milliards de francs.

3.3 Investissements

Au quatrième trimestre de 1999, les investissements ont continué à progresser. Ils dépassaient de 3,4% leur niveau du trimestre correspondant de 1998, après une augmentation de 4,7% au troisième trimestre. Selon les données révisées, la croissance annuelle des investissements en biens d'équipement a faibli, mais pas aussi fortement que les estimations pour le troisième trimestre ne l'indiquaient. En revanche, l'expansion des investissements en constructions s'est accélérée d'un trimestre à l'autre.

Poursuite de la croissance des investissements en constructions

Au quatrième trimestre, les investissements en constructions affichaient une croissance de 3,6%, en termes réels, par rapport à la période correspondante de 1998. Les chiffres de l'Association suisse des entrepreneurs pour les divers segments montrent que cette reprise reposait sur une large assise et que les impulsions sont venues à parts égales des immeubles industriels et artisanaux, des immeubles locatifs et

Balance des transactions courantes soldes en milliards de francs

Tableau 8

	1998 ²	1999 ³	1998 ¹	1999 ²			
			4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Biens	-2,2	-0,2	-0,7	-0,6	0,1	0,0	0,3
Commerce spécial	-1,8	0,7	-0,7	-0,3	0,2	0,1	0,6
Services	19,0	21,3	4,4	6,0	4,9	5,0	5,4
Tourisme	1,0	0,6	-0,1	1,0	-0,3	0,0	-0,1
Revenus du travail et de capitaux	23,2	28,2	4,5	4,5	8,2	8,4	7,0
Revenus de capitaux	29,7	34,8	6,1	6,2	9,9	10,0	8,7
Transferts courants	-5,4	-5,4	-1,5	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3
Total de la balance	34,6	43,9	6,6	8,6	11,9	12,0	11,5

1 Contrairement aux données du commerce extérieur, réparties selon l'utilisation des marchandises et par régions, la balance des transactions courantes comprend également les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités (total 2).

2 Chiffres révisés
3 Estimations

des constructions du secteur public (bâtiment et génie civil). L'évolution des commandes annonce une accélération de l'activité dans la construction. Au quatrième trimestre, les entrées de commandes dépassaient sensiblement, dans tous les segments, leur niveau du trimestre correspondant de 1998. L'accroissement de la demande a été cependant supérieur à la moyenne dans le génie civil ainsi que dans le bâtiment pour le secteur public.

Dans son enquête trimestrielle sur la construction, le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ confirme cette image positive. Le secteur principal de la construction est plus optimiste en ce qui concerne la marche des affaires et les carnets de commandes. Dans le génie civil et, surtout, dans la construction, les entreprises tablent sur une augmentation des entrées de commandes au premier trimestre de 2000 et à moyen terme. Les deux segments prévoient en outre une progression de l'emploi et une hausse des prix.

Stabilisation des prix de l'immobilier

Selon l'indice calculé par le bureau Wüest & Partner, un revirement de tendance s'est dessiné dans l'évolution des prix de l'immobilier. Au quatrième trimestre, les prix de vente des appartements en propriété par étage ont augmenté de 0,7% en comparaison annuelle. Pour les maisons familiales, les prix de l'offre ont marqué une hausse de 1,7%. L'indice des prix des surfaces de bureaux a quant à lui progressé de 0,7%. Le début d'une raréfaction de l'offre de bureaux a entraîné déjà de sensibles augmentations des prix des locaux bien situés, mais ces prix étaient à des niveaux bas.

Investissements en biens d'équipement toujours robustes

En dépit d'un dynamisme souvent fluctuant, les investissements en biens d'équipement sont restés orientés à la hausse jusqu'à fin 1999. Au quatrième trimestre, ils dépassaient de 3,3% leur niveau des trois derniers mois de 1998.

Tandis que la demande de biens d'équipement étrangers a perdu de sa vigueur à la suite de l'affaiblissement marqué du franc par rapport au dollar, celle de biens d'équipement suisses a progressé. Ainsi, les entrées de commandes dans l'industrie suisse des machines se sont accrues de 28% au quatrième trimestre, contre 3,1% au trimestre précédent.

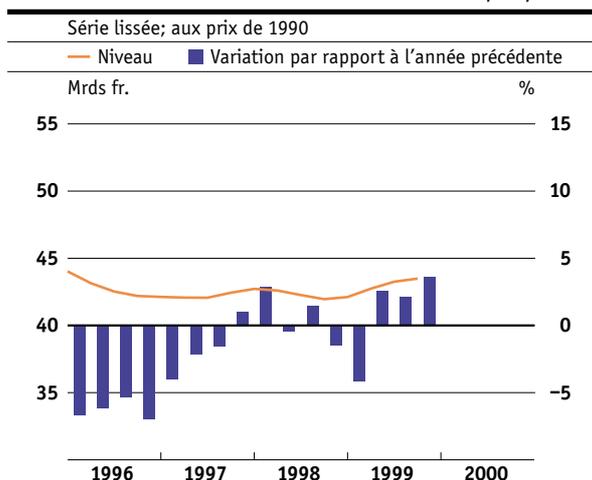
3.4 Consommation

Evolution favorable de la consommation privée

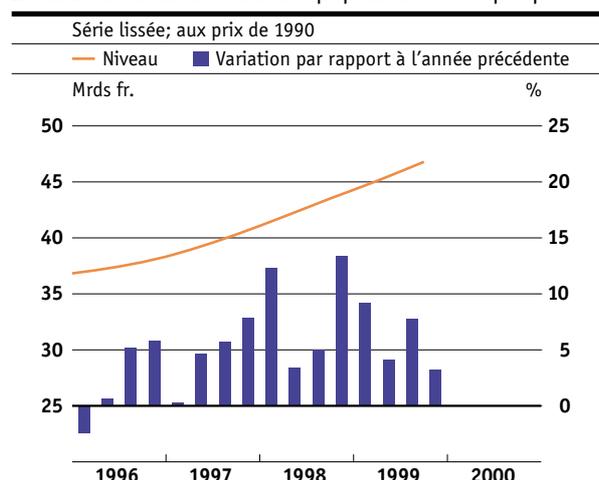
Les dépenses de consommation privée sont restées un important soutien de la conjoncture. Au quatrième trimestre, elles étaient supérieures de 2,3% à leur niveau du même trimestre de 1998; leur progression a donc été presque aussi forte qu'à la période précédente.

L'évolution favorable de la consommation privée s'est reflétée également dans les chiffres d'affaires du commerce de détail, qui ont augmenté, au quatrième trimestre, de 1,1% en termes réels par rapport à la même période de l'année précédente. Les ventes (en termes nominaux) se sont accrues à un rythme supérieur à la moyenne dans les produits alimentaires et les boissons, mais n'ont que peu pro-

Investissements en constructions Graphique 3.6



Investissements en biens d'équipement Graphique 3.7



Graphiques 3.6 et 3.7:
Estimations trimestrielles,
annualisées. Source: seco

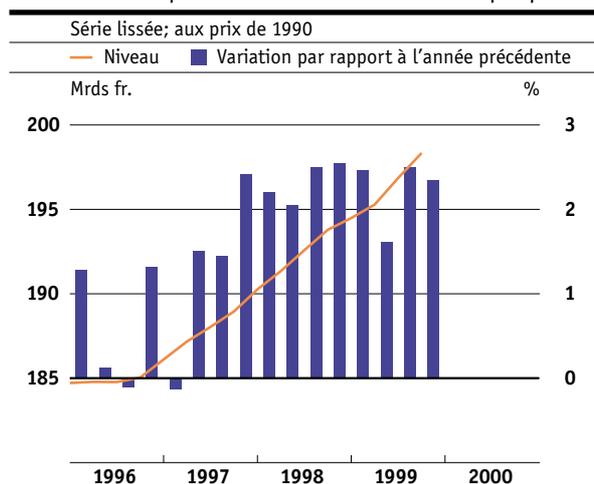
gressé dans les biens de consommation durables tels que les ordinateurs et les véhicules. La croissance des chiffres d'affaires du commerce de détail, tendanciellement moins forte que celle des dépenses de consommation globales, traduit le déplacement des dépenses vers les services.

Au quatrième trimestre, les dépenses de consommation pour des services ont marqué une évolution particulièrement favorable dans la restauration et l'hôtellerie. Le nombre des nuitées de la clientèle suisse a augmenté de 4,2% en comparaison annuelle, contre 2,2% au troisième trimestre. Selon l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la marche des affaires des restaurants et de l'hôtellerie s'est améliorée sensiblement dans les grandes villes.

Climat de consommation nettement meilleur

Il ressort de l'enquête trimestrielle effectuée par le seco que le climat de consommation était, en janvier 2000, meilleur qu'il ne l'avait été au cours des dix dernières années. Pour un nombre croissant de ménages, l'évolution de la conjoncture et la situation financière étaient considérées comme favorables. En outre, des jugements optimistes étaient portés sur les perspectives économiques. Selon les enquêtes menées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, tant le commerce de détail que la restauration et l'hébergement s'attendent à une augmentation de leur chiffre d'affaires au cours des prochains mois.

Consommation privée Graphique 3.8



Estimations trimestrielles, annualisées. Source: seco

3.5 Ecart de production et taux d'utilisation des capacités de production

L'évolution du taux d'utilisation de l'ensemble des facteurs de production est un indicateur précieux de la situation conjoncturelle. En outre, elle contribue à l'appréciation des risques inflationnistes, étant donné que des hausses de prix et de salaires sont plus probables quand le taux d'utilisation des capacités est élevé que quand il est bas.

Ecart de production plus faible

L'écart de production est un indicateur du taux d'utilisation de l'ensemble des facteurs de production. Il mesure l'écart, en pour-cent, entre le produit intérieur brut réel et le niveau de production qui serait atteint en cas d'utilisation normale de tous les facteurs de production. Ce niveau possible de la production, qu'on appelle «potentiel de production», est estimé à l'aide de modèles économétriques. Si le produit intérieur brut observé dépasse le potentiel de production, il en résulte un écart positif de production. S'il est inférieur au potentiel de production, il y a un écart négatif de production. Selon des estimations de la Banque nationale, la croissance du potentiel de production s'inscrit actuellement à environ 1,7% (en données annualisées). Au quatrième trimestre, celle du produit intérieur brut réel atteignait 3,7%, soit le double. L'écart négatif de production existant depuis 1993 a donc sensiblement diminué. Il n'était plus que de -1% au quatrième trimestre, après approximativement -1,6% au début de 1999.

Taux d'utilisation des capacités de production inchangé dans l'industrie

Le taux d'utilisation des capacités techniques, que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ établit dans son enquête trimestrielle sur la conjoncture, est un indicateur supplémentaire qui porte uniquement sur le secteur secondaire. Au quatrième trimestre, ce taux est resté à 81,6%. Bien qu'il soit sensiblement inférieur à sa valeur moyenne à long terme (84%), une (petite) majorité d'entreprises a estimé trop faibles, pour la première fois depuis le début des années nonante, les capacités disponibles. Dans leur estimation, les entreprises sont probablement parties de l'évolution attendue de la production. Ce résultat signifie donc un jugement optimiste des perspectives de production. On peut également s'attendre à une progression des investissements.

4 Marché du travail

4.1 Emploi

Forte progression de l'emploi

Comme la production globale, l'emploi a progressé vivement au quatrième trimestre de 1999. En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des emplois dépassait de 0,7% le chiffre du trimestre précédent et, partant, de 1,5% celui de la période correspondante de l'année précédente (troisième trimestre: 0,8%). Le nombre des personnes occupées à plein temps et celui des personnes travaillant entre 50 et 89% ont augmenté de 0,7% et 0,9%, alors que celui des personnes ayant un taux d'occupation inférieur à 50% a diminué de 0,2%. En comparaison annuelle, ces trois catégories ont marqué des hausses de respectivement 1%, 5,8% et 0,3%.

L'emploi s'est accru dans tous les secteurs de l'économie. Dans les services, il a progressé de 0,6% d'un trimestre à l'autre et de 1,7% du quatrième trimestre de 1998 à la période correspondante de l'année suivante. Pour la première fois depuis début 1998, le nombre des emplois a augmenté dans l'industrie (0,6%). Par rapport au dernier trimestre de 1998, il a marqué une hausse de 0,4%.

Dans la construction, l'évolution positive s'est poursuivie, après une interruption au troisième trimestre de 1999; en comparaison annuelle, l'emploi s'est accru de 2,6%.

Perspectives favorables

Ces prochains mois, l'emploi devrait encore croître sensiblement. Selon l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les sureffectifs ont diminué dans l'industrie et, dans la construction, une majorité croissante d'entreprises a annoncé un effectif du personnel trop restreint. Les perspectives d'emploi publiées par l'Office fédéral de la statistique montrent que la demande de main-d'œuvre a elle aussi évolué favorablement dans les services.

L'indice Manpower, qui mesure le volume des annonces d'offres d'emploi dans les journaux, a progressé au quatrième trimestre. Le nombre des postes vacants annoncés s'est établi par contre légèrement au-dessous du chiffre de la période correspondante de 1998.

Marché du travail données brutes

Tableau 9

	1998	1999	1998	1999				2000	
			4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	janvier	février
Personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	1,4	1,1	1,3	1,1	0,8	0,8	1,5	–	–
Personnes occupées à plein temps ¹	0,8	0,5	0,9	0,4	0,2	0,2	1,0	–	–
Taux de chômage ^{2,3}	3,9	2,7	3,3	3,3	2,7	2,4	2,4	2,6	2,4
Chômeurs ³	139,7	98,6	119,5	120,7	99,0	87,6	87,6	92,6	88,7
Demandeurs d'emploi ³	217,5	170,9	200,5	198,0	175,2	157,9	152,6	152,3	148,1
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	3,1	2,8	2,7	5,2	3,6	1,0	1,3	1,9	–
Places vacantes annoncées ³	13,3	14,4	12,2	14,7	16,3	14,9	11,7	12,1	14,4

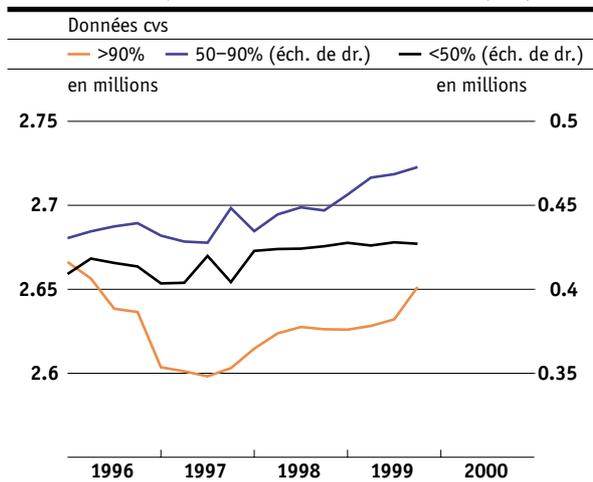
1 Variation en % par rapport à l'année précédente

2 Chômeurs enregistrés, en % de la population active selon le recensement de 1990 (3 621 716 personnes actives)

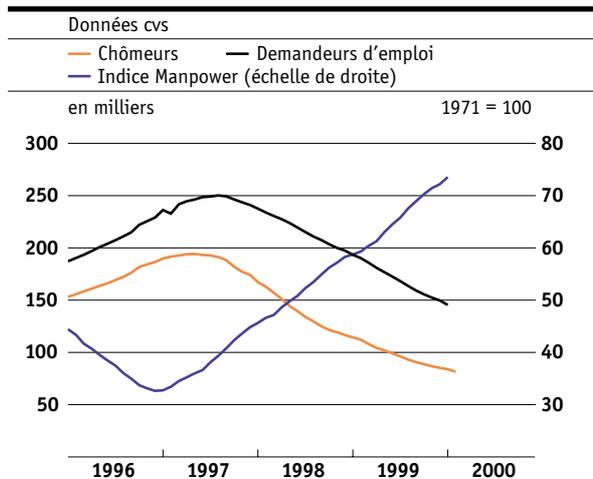
3 En milliers; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles.

Sources: seco et OFS

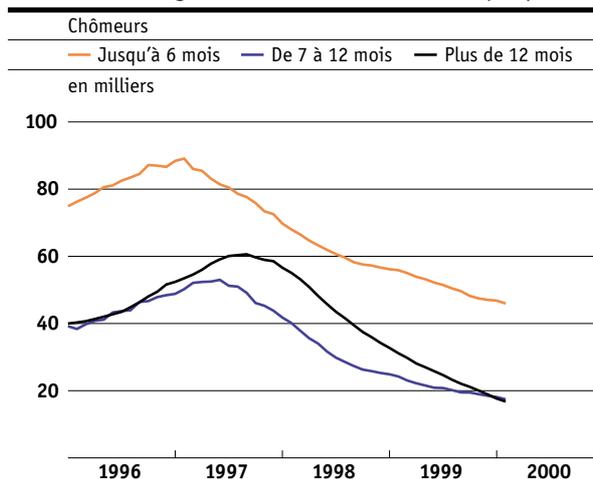
Personnes occupées Graphique 4.1



Chômage et places vacantes Graphique 4.2



Durée du chômage Graphique 4.3



Source pour graphiques 4.1 à 4.3: OFS

4.2 Chômage

Le chômage a continué à se replier. En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des demandeurs d'emploi s'établissait à 145 200 en janvier, contre 155 600 en octobre 1999; il était ainsi environ 25% au-dessous du niveau observé un an auparavant. La part des demandeurs d'emploi à la population active a diminué, passant de 4,3% à 4%.

Le nombre des chômeurs recensés a reculé moins fortement. L'effectif des chômeurs inscrits auprès des offices du travail était de 83 900 en janvier, contre 88 700 en octobre. Le taux de chômage s'est donc replié de 0,1 point pour s'inscrire à 2,3%. La diminution a surtout touché les personnes sans emploi depuis au moins une année; la part de celles-ci au nombre total de chômeurs a passé de 24% (en septembre) à 21%. Le nombre de personnes sans emploi depuis moins d'une année a stagné par contre.

Le taux de chômage a fléchi tant en Suisse alémanique qu'en Suisse romande. En janvier, il s'établissait à 1,8% dans la partie alémanique et à 3,5% en Romandie. Au Tessin, il a augmenté légèrement pour s'inscrire à 4,1%, après avoir reculé sensiblement aux trois premiers trimestres.

En février, la part des demandeurs d'emploi a reculé, passant à 3,9%, alors que le taux du chômage est resté à 2,3%.

Repli du chômage partiel

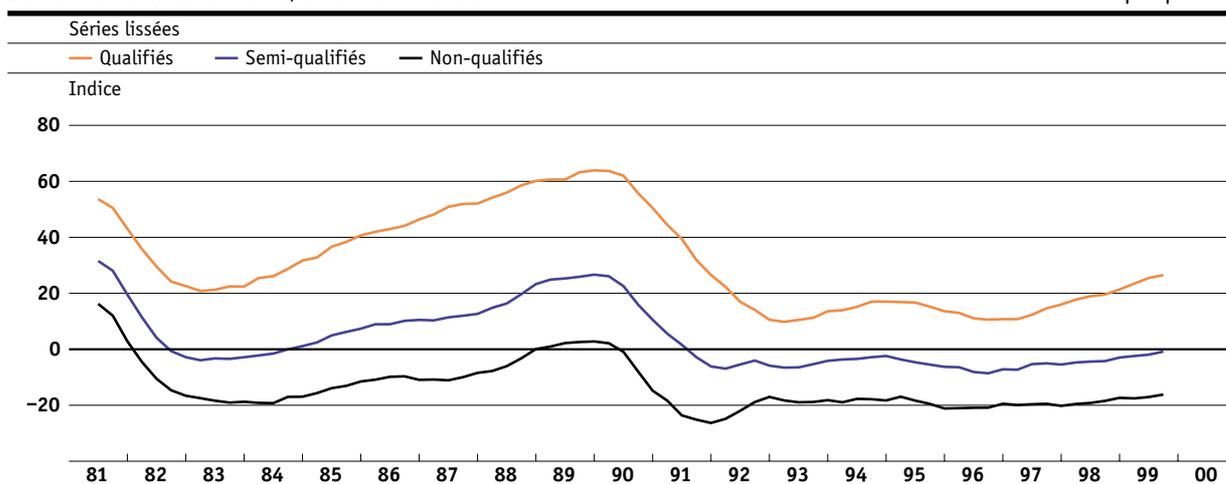
Le nombre des personnes occupées selon un horaire de travail réduit a encore régressé au quatrième trimestre. Il s'élevait à 1700 seulement en décembre, contre 2 800 un an auparavant. Les heures perdues pour cause de chômage partiel ont elles aussi marqué un nouveau recul.

Marge disponible sur le marché du travail

Depuis le début de 1997, soit depuis le commencement de la phase de reprise de l'économie suisse, l'emploi a progressé de 3,5%. Une part importante des emplois perdus dans les années nonante a ainsi été compensée. Parallèlement, le chômage et le chômage partiel ont diminué nettement. Une comparaison avec les données relatives à l'offre potentielle de travail montre qu'une marge est encore disponible pour absorber une demande accrue de main-d'œuvre. Le nombre des demandeurs d'emploi est toujours élevé, alors que le taux d'activité (part de la population active à la population en âge de travailler) se situe au-dessous de son niveau potentiel. Les contingents de main-d'œuvre étrangère ne sont pas encore épuisés, et le nombre des frontaliers est de beaucoup inférieur à celui du début des années nonante. Toutefois, si l'on tient compte du degré de qualification, la marge disponible est sans doute notablement plus étroite. Le graphique 4.4 présente l'évolution de la demande de main-d'œuvre, répartie selon trois niveaux de formation. A l'inverse du début des années quatre-vingt, période durant laquelle la demande de chaque catégorie de main-d'œuvre augmentait à peu près au même rythme, le raffermissement se concentre aujourd'hui sur la main-d'œuvre qualifiée. Une telle évolution touche notamment l'industrie. Ainsi, même les branches qui, au total, suppriment des emplois font état d'un manque de main-d'œuvre qualifiée.

Demande de main-d'œuvre, selon la formation

Graphique 4.4



Source: OFS

5 Prix à la consommation

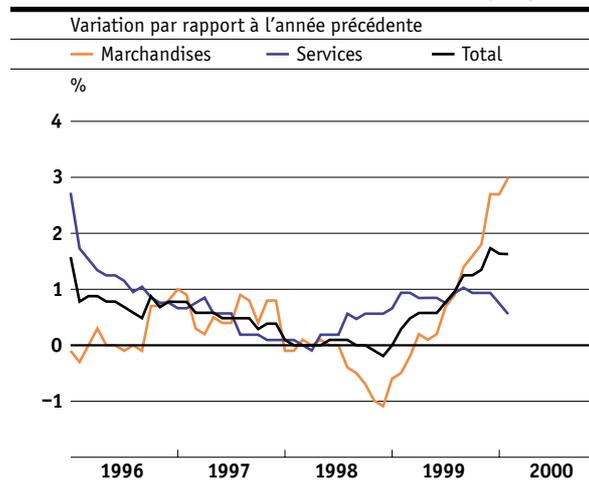
Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a passé de 1,2% en octobre à 1,7% en décembre; en moyenne du quatrième trimestre, il dépassait de 0,5 point le niveau de la période précédente. Sa forte accélération s'explique principalement par la hausse de 23,4%, en un an, des prix des produits pétroliers. Le renchérissement s'est replié à 1,6% en janvier et n'a pas varié en février. Sans les produits pétroliers, il s'est inscrit à 0,8% tout au long de cette période.

5.1 Renchérissement selon la provenance des biens

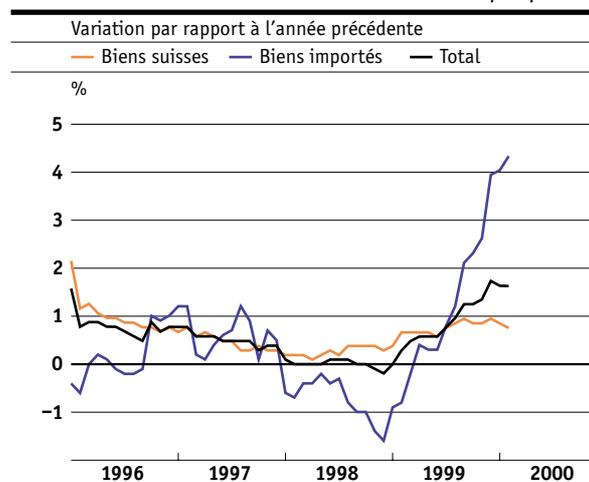
Nouvelle accélération du renchérissement importé

La répartition des biens selon leur provenance montre que l'accélération du renchérissement est due essentiellement aux biens importés. Ces derniers, qui entrent dans la composition de l'indice des prix à la consommation pour 25% environ, ont vu leurs prix augmenter de 3% au quatrième trimestre, contre 1,4% au troisième, du fait de l'évolution des prix du pétrole; au début de l'an 2000, la hausse a passé à 4%, puis à 4,4%. En revanche, le renchérissement des biens suisses a diminué de 0,1 point, par rapport au dernier trimestre de 1998, pour s'établir à 0,8%. Ce ralentissement s'explique par un effet de base qui a découlé du relèvement de 6,5% à 7,5% de la TVA au début de 1999.

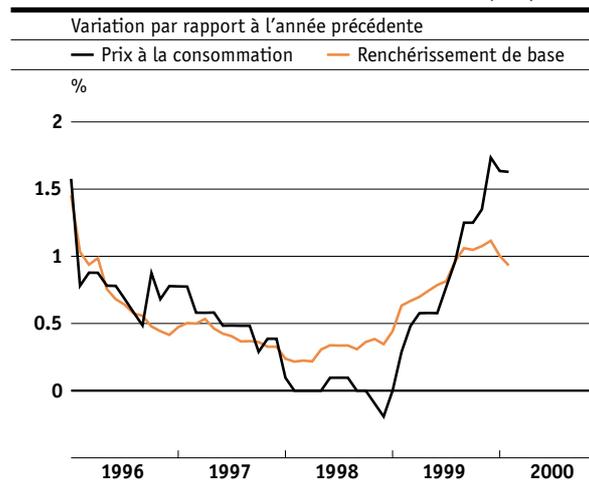
Prix à la consommation Graphique 5.1



Prix à la consommation Graphique 5.2



Renchérissement de base Graphique 5.3



Source pour graphiques 5.1 à 5.3: OFS

5.2 Renchérissement selon les catégories de biens

Repli du renchérissement dans les services

Dans les services, le renchérissement a diminué pour s'inscrire à 0,8% en janvier et à 0,6% en février. Du deuxième au quatrième trimestre de 1999, il s'était maintenu à 0,9%. L'effet dû à l'adaptation de la TVA a contribué à ce net recul. Les prix des services privés et publics ont continué à évoluer inégalement. D'octobre à février, les prix des services publics ont fléchi de 0,8% en moyenne et en comparaison annuelle; au troisième trimestre, leur repli avait été de 0,4%. La baisse est due une nouvelle fois principalement aux prestations meilleures marché dans les télécommunications, une branche qui figure toujours au nombre des services publics. Dans les services privés, la hausse des prix a passé de 1,4% au quatrième trimestre de 1999 à 1,2% en janvier et à 1% en février. Si les loyers ont augmenté de 1,2%, contre 1% selon l'enquête de novembre, le renchérissement a régressé dans des domaines tels que le divertissement, la formation et la culture ainsi que l'entretien des véhicules. Dans l'hôtellerie et la restauration, il a faibli pour s'établir à 2% en janvier et en février, tout en restant supérieur à la moyenne.

Accélération du renchérissement dans les biens

Dans les biens, le fort renchérissement a continué au début de l'an 2000. En février, les prix des biens dépassaient de 3% leur niveau du mois correspondant de 1999. Les biens non durables (pétrole) ont renchéri dans une mesure nettement supérieure à la moyenne; les prix des biens durables se sont accrus de 0,6% en un an, alors qu'ils avaient baissé de 0,5% entre février 1997 et février 1998.

5.3 Renchérissement de base

Accélération du renchérissement de base

Le renchérissement de base, qui est calculé par la Banque nationale, s'est accéléré légèrement au quatrième trimestre de 1999 pour s'inscrire à 1,1%, mais s'est replié à 1% en janvier et en février 2000. Il était toutefois notablement plus élevé qu'un an auparavant (0,3%). Le renchérissement de base exclut les biens et services qui entrent dans la composition de l'indice des prix à la consommation et qui enregistrent les plus fortes variations de prix vers le haut et vers le bas ($\pm 15\%$ dans le panier des biens et services de l'indice). Du fait de cette exclusion, la tendance de l'inflation ressort mieux du renchérissement de base que de l'évolution de l'indice non corrigé des prix à la consommation.

6 Perspectives de renchérissement

6.1 Evolution des prix sur le plan international et cours de change

L'évolution des prix à la consommation pour les marchandises dépend essentiellement de celle des prix à l'étranger et des cours de change. L'indice des prix des biens importés¹ tient compte de ces deux facteurs.

Prix à l'importation en hausse ...

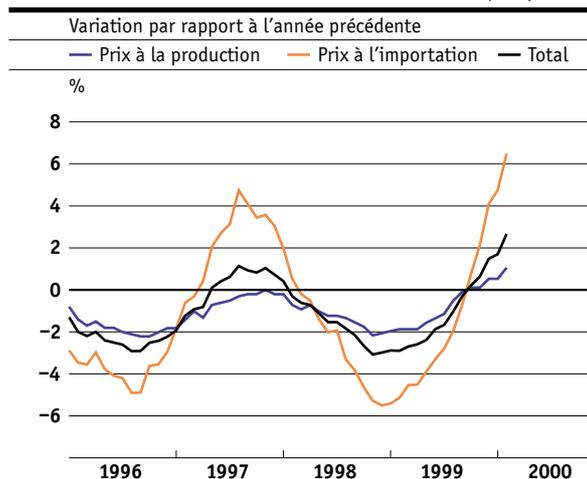
En octobre 1999, l'indice des prix à l'importation dépassait légèrement (0,7%) pour la première fois depuis le début de 1998 le niveau du mois correspondant de 1998. Durant les trois mois suivants, la pression sur les prix s'est renforcée en comparaison annuelle. En janvier 2000, la hausse était de 4,8% par rapport au même mois de 1999. Les augmentations massives de prix des huiles minérales (62,3%), des produits métallurgiques (12,7%) et du papier (27,8%), qui représentent à eux trois une part de 24% de l'indice, ont joué un rôle important à cet égard. Une répartition selon les groupes de produits montre que les prix des matières premières, des produits semi-finis et des biens de consommation se sont accrus de respectivement 1,6%, 8,7% et 4,8% par rapport au mois de janvier 1999. En revanche, les prix des biens d'équipement ont encore diminué quelque peu (-0,3%). Un an auparavant, ces quatre groupes de produits avaient enregistré des baisses, en partie substantielles, de prix (-19,3%, -7,9%, -2,2% et -1,4%). En raison des coûts croissants qui sont liés au revirement de tendance des prix à l'importation, la pression sur les prix des biens devrait encore s'accroître.

1 Il constitue avec l'indice des prix à la production l'indice des prix de l'offre globale.

... du fait également des cours de change

Etant donné la reprise de la conjoncture à l'étranger, il faut s'attendre, ces prochains mois, à un nouveau renchérissement des biens importés. L'affaiblissement jusqu'en février 2000 du cours réel du franc, pondéré par les exportations, renforce encore cette tendance. Les marchés tablent toutefois, pour ces prochains mois, sur la stabilisation à un haut niveau des prix du pétrole. Si cette prévision se réalise, l'effet de ces derniers sur les prix devrait s'atténuer à partir du milieu de l'année.

Prix de l'offre totale Graphique 6.1



Source: OFS

6.2 Utilisation des capacités de production en Suisse

Diminution de l'écart de production

Selon des estimations de la Banque nationale, le produit intérieur brut réel progressera cette année vraisemblablement dans une mesure plus vigoureuse que le potentiel de production. Ainsi, l'écart de production, qui avait encore été légèrement négatif au quatrième trimestre de 1999, va continuer à se réduire. L'effet modérateur sur le renchérissement – l'expérience montre qu'un tel effet opère dans les phases d'écart négatif de production – devrait donc disparaître.

Hausse supérieure à la moyenne des prix des services

Dans les services, il faut s'attendre à des hausses de prix plus forte que l'année précédente, étant donné l'évolution prévue de la demande. En matière d'appartements et de bureaux, les loyers devraient croître davantage qu'en 1999, car les données relatives aux locaux inoccupés sont de nouveau orientées à la baisse. Les prix en hausse dans la construction et le relèvement des taux hypothécaires confortent encore cette tendance. Des pressions inflationnistes accrues sont également escomptées du côté des salaires. Les instituts suisses de prévisions économiques tablaient en automne 1999 sur des augmentations nominales de salaires allant de 1,3% à 2,5% pour 2000. Après la nette amélioration, d'une ampleur inattendue, de la situation sur le marché du travail ces derniers mois et les signes d'assèchement qui sont apparus dans plusieurs secteurs, les salaires nominaux auront vraisemblablement tendance à progresser plus fortement. Les coûts salariaux vont certainement peser davantage sur les services que sur l'industrie, les gains de productivité étant plus faible dans le tertiaire que dans le secondaire. Sur d'autres marchés, notamment dans les télécommunications, de nouvelles mesures de déréglementation et la vive concurrence devraient encore entraîner des baisses de prix.

Prix des marchandises en légère hausse

L'évolution de l'indice des prix à la production laisse entrevoir une pression accrue sur les prix des marchandises produites en Suisse. En janvier 2000, les prix à la production des marchandises destinées au marché suisse dépassaient de 1,1% leur niveau du mois correspondant de 1999; un an auparavant, ils avaient baissé de 2,2%. Selon l'enquête menée dans l'industrie par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, une majorité croissante, mais toujours peu importante, d'entreprises axées sur le marché intérieur prévoit de relever les prix de vente. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités techniques s'est encore inscrit nettement au-dessous du niveau moyen à long terme. Compte tenu de ce qui précède, mais aussi de gains élevés de productivité et de la persistance d'une vive concurrence, la pression sur les prix à la production devrait rester modérée.

6.3 Prévisions de renchérissement

En décembre 1999, la Banque nationale tablait sur une hausse moyenne de 1,5% de l'indice des prix à la consommation pour l'an 2000 ainsi que de 1,7% et 1,8% pour les deux années suivantes. Les données récentes sur la conjoncture en Suisse et à l'étranger indiquent que les forces stimulant l'activité économique sont de loin plus marquées que ce que la Banque nationale avait prévu au début de l'an 2000. L'institut d'émission a donc soumis sa prévision d'inflation à un examen approfondi. Ce dernier a montré que le niveau moyen de 2,5% du Libor à trois mois, enregistré en février, constituait un risque élevé d'inflation et que l'inflation pourrait dépasser 2% à partir du milieu de 2001, allant ainsi au-delà de ce que la Banque nationale assimile à la stabilité des prix. En outre, si l'on part de l'idée que le franc suisse ne se revalorisera pas – contrairement à l'hypothèse formulée en décembre 1999 par l'institut d'émission –, mais restera à son niveau de février, les risques inflationnistes vont encore s'accroître. Afin de contre-carrer ce danger, la Banque nationale a resserré, le 23 mars, les rênes monétaires et relevé de 75 points de base la marge de fluctuation du Libor à trois mois, la portant ainsi à 2,5%–3,5%; au début de février, elle l'avait déjà augmenté de 50 points de base.

La politique monétaire à l'aube de la nouvelle année

Exposé de Hans Meyer,
Président de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Université de Saint-Gall, le 20 janvier 2000

Pour la troisième fois, l'Université de Saint-Gall et son Institut de recherche d'économie empirique et de politique économique me donnent l'occasion d'exposer les objectifs de politique monétaire de la Banque nationale pour la nouvelle année. Toutefois je ne me limiterai pas aujourd'hui aux seules prévisions de politique monétaire. Comme vous l'avez appris par les médias, la Banque nationale a adapté au début de cette année sa stratégie de politique monétaire. Je me réjouis d'approfondir ce sujet ici, devant un public compétent.

La première partie de mon exposé sera consacrée à une rétrospective des événements économiques de l'an dernier. Après avoir expliqué notre stratégie dans la deuxième partie, j'aborderai dans la troisième les perspectives économiques et nos objectifs de politique monétaire pour l'année en cours. Je terminerai cette conférence par quelques remarques de principe.

1 Rétrospective

1.1 Evolution internationale

La situation économique internationale s'est nettement éclaircie dans le courant de l'année 1999 après les secousses que les crises en Asie orientale, en Russie et en Amérique du Sud ont fait subir à l'économie mondiale au cours des deux années précédentes. Les économies émergentes d'Asie orientale se sont remises plus vite que prévu du fléchissement marqué de leur conjoncture et le Japon également a maîtrisé sa récession grâce aux mesures stimulantes massives de l'Etat. On a par ailleurs constaté une amélioration de la situation en Amérique du Sud après être parvenu à éviter une crise financière au Brésil. En Russie, la situation reste exceptionnellement difficile, ce qui entrave le développement d'un grand nombre de pays d'Europe orientale.

L'heureux dénouement de la crise asiatique s'est traduit par une reprise sensible du commerce mondial dans le courant de l'année 1999. En effet, les pays industrialisés ont également profité de cette évolution favorable. Les exportations et les investissements se sont fortement accrus de sorte qu'en 1999, la croissance réelle des Etats de l'OCDE a dépassé d'un demi pour cent celle de l'année précédente.

Toutefois, la dynamique varie toujours d'un pays à l'autre dans la zone de l'OCDE. Les Etats-Unis ont poursuivi leur expansion économique. Pour la troisième fois consécutive, la croissance en volume est de l'ordre de 4%. Ce taux élevé s'explique notamment par la hausse continue du cours des actions qui a permis aux ménages d'augmenter leur consommation. Au Japon, la croissance a elle aussi progressé durablement. Après un recul de près de 3% en 1998, l'économie japonaise a progressé de nouveau l'année suivante. En revanche, l'évolution a été nettement plus mesurée en Europe. Au premier semestre, de nombreux pays souffraient encore de la faiblesse des exportations, due à la crise asiatique. Il fallut attendre le second semestre pour voir se dessiner une amélioration. Toutefois, en Allemagne et en Italie, deux pays importants, l'essor économique a été retardé par de sérieux problèmes structurels. La diversité des évolutions se répercute aussi sur le secteur de l'emploi. Alors que les Etats-Unis enregistraient un fort accroissement de l'emploi, la demande de main-d'œuvre est restée modérée en Allemagne et en Italie.

Au cours de l'année 1999, l'évolution des perspectives économiques n'est pas restée sans effet sur la politique monétaire des principales banques centrales. Au cours de la première moitié de l'année, les autorités monétaires américaines et la Banque centrale européenne ont poursuivi une politique monétaire accommodante afin de prévenir un ralentissement conjoncturel mondial consécutif à la crise financière survenue à l'automne 1998. En avril 1999, la BCE procédait à un abaissement de 50 points de base de son taux d'intérêt directeur. Dès le milieu de l'année, l'amélioration économique qui se dessinait a amené les banques centrales à resserrer les rênes monétaires. Entre juin et novembre, l'institut d'émission américain a relevé en trois étapes le taux d'intérêt journalier de 4,75% à 5,5%. En novembre, la Banque centrale européenne a pour sa part rehaussé son taux directeur de 0,5 points de pourcentage. Ce dernier regagnait ainsi à la fin du mois de novembre le niveau affiché à l'automne 1998, au début de la crise financière internationale. Avec ce resserrement de la politique monétaire, les banques centrales ont réagi au danger d'une relance de l'inflation.

1.2 La situation en Suisse

Durant le premier semestre, la vie économique suisse subissait encore les séquelles de la crise asiatique. Cette dernière une fois surmontée, la conjoncture a pu regagner une dynamique marquée au second semestre. Les principales impulsions ont été fournies par les exportations, qui ont profité du net accroissement du commerce mondial. A part les exportations, la consommation privée a, tout comme l'an dernier, fortement soutenu la conjoncture. En raison toutefois de la faiblesse de l'évolution au premier semestre, la croissance réelle en 1999 est restée, avec un taux de 1,5%, en deçà de celle de 1998.

Le chômage a fort heureusement continué de reculer l'an dernier. Si l'emploi a moins augmenté en 1999 que l'année précédente, il faut l'attribuer surtout au fléchissement conjoncturel du second semestre de 1998. Alors qu'il tend encore à baisser légèrement dans l'industrie, l'emploi est en hausse constante dans les services. Actuellement, ce sont l'informatique et les assurances qui enregistrent la demande de main-d'œuvre la plus élevée. L'amélioration du marché de l'emploi se perçoit aussi dans l'évolution du nombre de demandeurs d'emploi qui, outre les chômeurs, comprennent des personnes en quête d'un revenu d'appoint ou qui sont impliquées dans un programme de création d'emplois ou de recyclage. Le nombre de demandeurs d'emploi a pratiquement reculé d'un quart. Nous mentionnerons également comme fait positif la diminution des disparités régionales du chômage.

L'an dernier, le renchérissement est demeuré modéré selon l'indice national des prix à la consommation, se situant à 0,8% en moyenne. Il était un peu plus élevé que les deux années précédentes, ce qui est imputable pour quelque 0,3 pour cent à la majoration de la taxe sur la valeur ajoutée. Notons que la hausse des prix a fait un bond en fin d'année, le renchérissement marqué du pétrole ayant fait grimper les prix des produits importés.

A l'époque, nous avons envisagé de poursuivre en 1999 une politique monétaire tendant à un approvisionnement monétaire abondant. Ceci reflétait notre impression que la conjoncture suisse s'affaiblirait par suite des crises en Asie orientale et sur les marchés financiers. Nous avons également fait part de notre intention de tenir compte des incertitudes liées à l'introduction de l'euro au début de 1999. Il nous fallait éviter que, dans cette phase difficile, une éventuelle spéculation contre l'euro ne mène à une

réévaluation du franc non justifiée sur le plan économique. Après que ces incertitudes se furent dissipées dans le courant de l'année, nous nous sommes remis à accorder une moindre attention au cours de l'euro et à poursuivre notre politique monétaire autonome. Néanmoins, la marge de fluctuation du franc par rapport à l'euro est demeurée étroite. Or, cette évolution résultait non de notre politique mais de la situation conjoncturelle semblable dans laquelle évoluaient tant la Suisse que les pays de la zone euro. Dans la seconde moitié de septembre, nous avons infléchi notre cours, la nouvelle hausse conjoncturelle ayant à nouveau renforcé la tendance au renchérissement.

1.3 Instauration de l'euro

Permettez-moi de clôturer ma rétrospective en ajoutant quelques remarques générales sur la nouvelle monnaie européenne. L'introduction de l'euro, au début de l'an dernier, s'est faite sans accroc. La Banque centrale européenne et son précurseur, l'Institut monétaire européen, ont fait du bon travail conjointement avec les banques d'émission nationales. Les opérations techniques d'approvisionnement du système bancaire en liquidités et celles relatives au système de compensation TARGET fonctionnent impeccablement. L'euro s'est rapidement imposé sur les marchés financiers en tant que monnaie de placement et a déjà occupé, au cours de la première année de son existence, une part considérable du marché monétaire et financier.

La Banque centrale européenne fonde ses décisions de politique monétaire sur une valeur de référence de la masse monétaire M_3 et sur une estimation bien étayée des perspectives d'inflation. Différents milieux ont critiqué cette stratégie «des deux piliers». A mon avis, cette critique est à courte vue. La BCE a dû dans un délai minimum élaborer une stratégie de politique monétaire pour un espace économique d'une taille comparable aux Etats-Unis et où il n'existait jusque là ni données ni études sur le mécanisme de transmission en matière de politique monétaire. Dans ce contexte abondant en incertitudes, elle a opté pour une stratégie prudente qui combine des éléments éprouvés de contrôle de la masse monétaire de la Banque fédérale d'Allemagne avec de nouveaux éléments d'une stratégie axée sur un objectif d'inflation. Jusqu'ici, la BCE est satisfaite de cette stratégie; elle a pu accomplir sa mission – la sauvegarde de la stabilité des prix. Toutefois l'euro a perdu quelque 15% de sa valeur par rapport au dollar. Contrairement à une opinion souvent exprimée, cette perte de valeur ne résulte pas d'une politique monétaire inadéquate. Cette réévaluation du dollar s'explique en premier lieu par une évolution conjoncturelle différente aux Etats-Unis et en Europe.

Cependant, le succès de l'Union monétaire ne dépend pas seulement de la stratégie de politique monétaire, mais aussi de sa mise en œuvre. En sa qualité de nouvelle banque centrale, la BCE doit encore forger sa réputation d'institution indépendante qui s'est engagée à sauvegarder la stabilité des prix. Dès la première année de l'existence de l'Union monétaire, les responsables de la BCE ont contribué concrètement à conférer de la crédibilité à cette institution en résistant aux tentatives de pression des milieux politiques. On ne pourra toutefois porter un jugement approfondi sur l'Union monétaire que d'ici quelques années. Il s'agira notamment de voir si chaque pays membre de l'Union monétaire aura fait preuve de la discipline indispensable pour mener une politique de stabilité durable.

2 Adaptation de la stratégie de politique monétaire

En décembre dernier, nous avons annoncé une adaptation de notre stratégie de politique monétaire. C'est à dessein que j'utilise la notion d'adaptation pour souligner que l'orientation fondamentale de la politique monétaire de la Banque nationale suisse n'est pas modifiée et que son objectif premier reste maintenir la stabilité des prix. Mais je voudrais également souligner qu'il s'agit du plus important changement de stratégie depuis le passage au cours flexible du franc en 1973.

La future stratégie de politique monétaire de la Banque nationale se compose essentiellement de trois éléments: le premier élément concerne la définition de la stabilité des prix. Le deuxième élément consiste à se servir d'une prévision de l'inflation comme indicateur principal des décisions de politique monétaire. Nous renonçons dorénavant à fixer des objectifs de croissance de la masse monétaire. Toutefois, l'évolution de la masse monétaire jouera un rôle décisif pour établir les prévisions d'inflation. Le troisième élément est une marge de fluctuation du taux d'intérêt à trois mois sur le marché du franc suisse en tant que norme opérationnelle pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Nous désirons en outre améliorer la transparence de notre politique monétaire.

2.1 Stratégie précédente

Avant de me pencher sur ces trois éléments, je voudrais examiner brièvement notre stratégie précédente de politique monétaire. Après une longue phase marquée par des objectifs annuels – relatifs tout d'abord à la masse monétaire M_1 , puis à la monnaie centrale – la Banque nationale a décidé, au début des années 90, d'axer sa politique monétaire sur un objectif à moyen terme relatif à la monnaie centrale désaisonnalisée. Nous avons déterminé l'objectif chaque fois pour une durée de cinq ans. Cette solution présentait deux avantages incontestables. D'une part, elle a mis en place, pour suivre l'évolution des prix à moyen terme, une base plus efficace que celle des objectifs annuels, impliquant une correction à moyen terme des écarts par rapport à l'objectif fixé. Elle imposait une discipline plus stricte à la Banque nationale, l'évolution de la masse monétaire des années précédentes ne pouvant être négligée. D'autre part, cette solution a permis une

mise en œuvre plus souple de la politique monétaire. Grâce à l'objectif à moyen terme, on a pu réagir de façon pragmatique aux perturbations des changes et aux fluctuations conjoncturelles, puisque la politique monétaire à court terme n'était pas régie par un objectif précis de masse monétaire.

La solution de l'objectif à moyen terme combinait donc les avantages de l'engagement de maintenir la stabilité des prix à long terme avec une grande marge de manœuvre en politique monétaire à court terme. Cependant, comme toute stratégie construite sur un agrégat monétaire, elle dépendait de façon décisive d'une demande suffisamment stable et prévisible de la monnaie centrale.

Dans le courant de l'année 1997, nous avons constaté que la demande de monnaie centrale était fortement perturbée. Ces perturbations concernaient tant les billets en circulation que les avoirs en comptes de virements des banques. La demande de billets de mille francs par le public s'était accrue pour des raisons encore inconnues et la demande des banques en avoirs en comptes de virement était devenue de plus en plus instable. Les écarts de la masse centrale par rapport à l'objectif fixé n'avaient donc plus grande signification. En décembre 1997, la Banque nationale a relativisé l'importance de l'objectif fixé en soulignant désormais l'intérêt de la masse monétaire M_3 comme indicateur. Toutefois, elle n'a pas entièrement renoncé à la solution de l'objectif à moyen terme, car elle ignorait à ce moment-là si les perturbations seraient permanentes ou seulement temporaires. Vers la fin de 1998, on s'est aperçu que la demande de monnaie centrale ne se normaliserait pas dans un proche avenir. Il apparaissait donc impensable de s'engager plus avant sur la voie d'un objectif à moyen terme de monnaie centrale.

Permettez-moi à présent d'approfondir les trois principaux éléments de la stratégie adoptée.

2.2 Premier élément: définition de la stabilité des prix

Le premier élément de la stratégie implique une définition claire de la stabilité des prix. Par stabilité des prix, nous entendons un renchérissement inférieur à 2% par an, mesuré par l'indice national des prix à la consommation. La Banque nationale a pour tâche de mener une politique monétaire conforme à l'intérêt général du pays. Avec ses moyens d'action, elle est la mieux placée pour maintenir la stabilité des prix. Cette dernière facilite un dévelop-

pement économique équilibré et limite les dérapages sociaux.

Si nous avons choisi cette définition de la stabilité des prix, c'est pour deux raisons. D'une part, nous devons tenir compte du fait que l'on ne pourra jamais mesurer le renchérissement avec exactitude. D'autre part, il n'est quasiment pas possible à la Banque nationale de gérer l'inflation d'une manière précise.

Le premier élément détermine l'orientation à moyen terme de la politique monétaire. Bien que la définition de la stabilité des prix ne prévoie aucune limite inférieure, l'intention de maintenir la stabilité des prix implique aussi l'obligation d'éviter une déflation.

A moyen terme, nous désirons maintenir le renchérissement dans les limites de la stabilité des prix, telle qu'elle a été définie. Il est toutefois important de souligner que nous ne poursuivons pas un objectif d'inflation proprement dit. Nous ne nous engageons pas à maintenir constamment l'inflation dans les limites de la stabilité des prix. Dans une économie petite et ouverte comme celle de la Suisse, l'inflation est souvent sujette à des fluctuations inattendues du cours du pétrole et d'autres produits importés ainsi qu'à des variations majeures des changes. La Banque nationale n'est donc guère en mesure d'empêcher les fluctuations de prix qui surviendraient durant une courte période. Dans de nombreux cas, contrecarrer ces mouvements de prix n'aurait pas de sens sur le plan économique, même si nous étions à même de le faire. Tant qu'elles n'aboutissent pas à une inflation ou à une déflation durable, ces fluctuations peuvent être supportées par l'économie. En revanche, une lutte trop rigoureuse contre des chocs inflationnistes temporaires risque d'exacerber les fluctuations conjoncturelles et, partant, d'occasionner à l'économie réelle des coûts importants. Lorsqu'elle s'opposera à des chocs inflationnistes temporaires, la Banque nationale devra donc tenir compte des répercussions de son action sur l'économie réelle. Par ailleurs, elle combattra résolument toute évolution inflationniste ou déflationniste durable.

2.3 Deuxième élément: prévision de l'inflation

Passons au deuxième élément de notre stratégie. A l'avenir, les décisions de politique monétaire seront fondées en premier lieu sur une prévision de l'inflation. Comme on le sait, la politique monétaire agit sur le renchérissement après un délai de deux à trois ans. Nous sommes obligés d'adopter une attitude prévoyante et de réagir très tôt aux dangers d'inflation. La prévision de l'inflation devient donc l'indicateur central de la politique monétaire. Nous prendrons nos décisions de politique monétaire en veillant à maintenir l'inflation prévisible dans les limites de la stabilité des prix. C'est pourquoi nous resserrons les rênes de la politique monétaire lorsque l'inflation prévue dépassera les limites de la stabilité des prix. Inversement, nous les relâcherons si les prévisions annoncent une déflation. Les prévisions publiées tiendront compte des conséquences de la politique monétaire envisagée.

Nos prévisions d'inflation sont dites consensuelles. Une prévision consensuelle résulte d'une pondération économique d'informations qui proviennent de diverses catégories importantes d'indicateurs. Pour évaluer l'évolution future des prix, nous nous basons essentiellement sur trois sortes d'indicateurs. Il convient d'envisager tout d'abord l'évolution des agrégats monétaires, notamment celle de M_3 . En effet, l'évolution des prix à long terme dépend principalement de celle de la masse monétaire. C'est pourquoi la prévision d'inflation à moyen terme doit s'appuyer sur l'évolution des agrégats monétaires. Deuxièmement, nous utilisons un certain nombre de modèles de prévision économétriques. Il s'agit à la fois de modèles structurels et de modèles statistiques de séries temporelles. Les modèles structurels prévoient l'inflation à partir d'un modèle économique théorique spécifique. Les modèles de séries temporelles, en revanche, établissent des prévisions à partir de la corrélation historique entre l'inflation et des variables déterminées. En outre, les deux types de modèles tiennent compte de facteurs tels que la situation conjoncturelle et le cours du change qui, surtout à court terme, influent sur le renchérissement. Troisièmement, nous prenons en compte d'autres facteurs qui ne sont pas directement intégrables dans les modèles de prévision. Il s'agit notamment

d'effets particuliers, tels ceux d'une majoration de la taxe sur la valeur ajoutée, d'une variation du prix du pétrole ou de la libéralisation d'un secteur du marché. Finalement, l'évaluation économique et la pondération des informations fournies par les diverses catégories d'indicateurs permettent d'établir la prévision consensuelle de l'évolution de l'inflation pendant les trois prochaines années. Par conséquent, cette prévision consensuelle repose sur une large assise.

Prévoir l'inflation sur trois ans est une tâche difficile et qui comporte des incertitudes. Au moment où l'on établit la prévision, de nombreux facteurs qui influenceront sur l'inflation au cours des années suivantes sont encore inconnus. Indépendamment de ces difficultés, la prévision doit servir de base aux décisions de politique monétaire et il faut s'y référer pour justifier les mesures prises. Comme je l'ai souligné précédemment, il faut pratiquer une politique prévoyante si nous voulons maintenir la stabilité des prix.

2.4 Troisième élément: la marge de fluctuation du Libor

Le troisième élément de notre stratégie concerne la réalisation de la politique monétaire. Dorénavant, la Banque nationale fixera comme norme opérationnelle une marge de fluctuation de 100 points du taux d'intérêt à trois mois sur le marché monétaire en franc suisse. Le Libor à trois mois («London Interbank Offered Rate») sert de taux d'intérêt de référence. La marge de fluctuation est fixée de manière à maintenir l'inflation prévue dans les limites que nous avons définies pour la stabilité des prix.

Jusqu'ici, la réalisation de notre politique monétaire se basait sur le volume d'approvisionnement du système bancaire en avoirs en comptes de virements à la Banque nationale. La formation des taux d'intérêt sur le marché monétaire était laissée aux opérateurs. Cependant, les fluctuations importantes de la demande des banques en avoirs en comptes de virements entravaient depuis quelque temps la réalisation d'une politique monétaire qui reposait uniquement sur le volume de ces avoirs. En cas de fluctuations marquées de la demande d'avoirs en comptes de virements, une norme basée sur la seule quantité entraîne une forte volatilité des taux d'intérêt sur le marché monétaire, ce qui est peu souhaitable économiquement. L'adaptation de notre stratégie tient compte de ce fait.

Pour réaliser notre politique monétaire, nous aurions pu également prendre comme norme opérationnelle le taux d'intérêt des prises et mises en pension à court terme. La Banque nationale pourrait très facilement contrôler ce taux. Si nous avons adopté une autre solution, c'est pour deux raisons. Tout d'abord, la Banque nationale désire rester flexible dans ses opérations monétaires quotidiennes sans que la moindre modification du taux d'intérêt de ses opérations soit interprétée par le marché comme un signal de politique monétaire. A court terme, il se produit souvent des déséquilibres dans l'approvisionnement du système bancaire en liquidités ainsi que d'autres perturbations sur les marchés de l'argent et des changes qui se traduisent par des fluctuations importantes du loyer de l'argent au jour le jour. Dans ces circonstances, le taux d'intérêt des opérations de prise et mise en pension à très court terme n'est pas de nature à indiquer l'orientation de notre politique monétaire. En Suisse, c'est le rôle d'un taux à plus long terme dans un secteur économique important du marché monétaire. Or le Libor à trois mois est un des taux d'intérêt les plus importants du marché monétaire en franc suisse. Etabli selon un procédé transparent et publié quotidiennement, il exerce une fonction capitale dans le refinancement de banques et des entreprises de premier ordre. Ce taux réagit relativement peu aux déséquilibres temporaires et aux fluctuations accidentelles du marché monétaire. Le Libor à trois mois est donc un taux d'intérêt de référence tout approprié pour indiquer clairement les mesures de politique monétaire que nous prenons à court terme.

Deuxièmement, la Banque nationale n'entend pas faire de l'activisme en matière de taux d'intérêt. En lui assignant une marge de fluctuation et non une valeur déterminée, on est prêt à admettre des fluctuations d'une certaine ampleur et à laisser au marché le soin d'assurer le contrôle de précision.

L'utilisation d'une marge de fluctuation du Libor en tant que signal de la politique monétaire implique aussi que nous pourrions désormais renoncer à fixer un taux d'escompte. Ces dernières décennies, l'escompte a perdu son importance en politique monétaire. La Banque nationale n'a plus effectué d'opérations d'escompte depuis des années. La fixation du taux d'escompte avait encore à la rigueur un certain effet de signal. L'établissement d'une marge de fluctuation l'a rendue superflue.

2.5 Transparence

Il importe que la politique monétaire d'une banque centrale indépendante soit transparente vis-à-vis du public. Une politique monétaire transparente contribue d'une manière essentielle à l'efficacité des processus d'une économie de marché moderne. Tant le Fonds monétaire international que la Banque des règlements internationaux œuvrent depuis quelque temps à l'élaboration de directives visant à assurer la transparence des banques centrales. Comme ces institutions internationales n'ont cessé de le souligner, la Banque nationale suisse a fait office jusqu'ici de précurseur pour ce qui concerne la transparence de la politique monétaire. L'adaptation de sa stratégie de politique monétaire permet d'améliorer encore cette transparence.

En expliquant notre stratégie, nous communiquons au public les conditions qui président aux décisions de politique monétaire. Nous publions régulièrement dans divers médias les données essentielles de nos décisions, telles que la prévision de l'inflation et la marge de fluctuation visée du Libor. Dans une publication trimestrielle, nous commentons nos décisions d'une manière détaillée pour que le public perçoive clairement leur contexte.

2.6 Quelques malentendus

Permettez-moi, avant de clôturer mon exposé sur notre stratégie de politique monétaire, de revenir brièvement sur deux points. Ils concernent des aspects qui ont été partiellement mal interprétés à l'issue de notre conférence de presse de décembre dernier. Je saisis cette occasion pour dissiper ces malentendus.

Le premier point concerne la gestion du taux d'intérêt. L'introduction d'une marge de fluctuation visée du Libor a incité quelques commentateurs à dire que la Banque nationale était passée à une politique du taux d'intérêt. Par politique du taux d'intérêt, on entend une politique monétaire qui vise à moyen terme un taux d'intérêt nominal voire réel donné, de sorte que le taux d'intérêt devient l'objectif proprement dit de la politique monétaire. Or, telle n'est pas notre intention. La marge de fluctuation visée du Libor est une directive opérationnelle de gestion du marché monétaire. Elle signale les intentions à court terme de la Banque nationale sur le marché monétaire. A moyen terme, nous ne nous basons pas sur un taux d'intérêt, mais sur une prévision d'inflation. La marge de fluctuation du taux d'intérêt reflète les mesures de politique monétaire nécessaires pour maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Son introduction ne remplace pas les objectifs de masse monétaire dont le rôle sera repris dorénavant par la prévision de l'inflation.

Le second point concerne la désignation de notre stratégie. Dans un certain nombre de commentaires, celle-ci a été qualifiée de «stratégie visant un objectif en matière d'inflation». Une telle stratégie, qui est pratiquée par exemple au Royaume-Uni, au Canada ou en Nouvelle-Zélande, est mise en place pour atteindre en permanence un objectif explicite en matière d'inflation. Nous ne pensons pas pratiquer une stratégie visant un objectif en matière d'inflation. Certes, nos décisions de politique monétaire se basent en premier lieu sur une prévision de l'inflation. Mais nous ne visons pas un objectif déterminé en matière d'inflation. Comme je l'ai déjà indiqué, l'inflation en Suisse est surtout influencée à court terme par des facteurs qui ne relèvent pas directement du contrôle de la Banque nationale. Nous ne pouvons donc pas nous engager à stabiliser l'inflation en permanence à un niveau déterminé. Notre stratégie vise à maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Pour ce faire, nous nous servons d'une série d'indicateurs importants dont la masse monétaire. C'est pourquoi nous percevons notre stratégie de politique monétaire comme une stratégie à large assise visant à maintenir la stabilité des prix.

3 Perspectives économiques et politique monétaire de l'an 2000

3.1 Perspectives économiques

Pour l'année en cours, les perspectives de l'économie suisse sont favorables. En accord avec les principales prévisions, nous comptons sur une croissance de l'ordre de 2% en termes réels. La conjoncture sera stimulée tant par la demande intérieure que par les exportations.

Le commerce international devrait continuer à s'accélérer. Cependant, certains risques continuent de venir du Japon, où l'ajustement structurel doit absolument se poursuivre, et des Etats-Unis, où la conjoncture pourrait ralentir. Néanmoins, les exportations suisses devraient fortement s'accroître et soutenir la conjoncture cette année. L'économie intérieure continuera toutefois d'être un appui important de la conjoncture. La consommation privée pourrait augmenter dans la même mesure qu'au cours de l'année précédente. Les investissements en biens d'équipement devraient s'accroître à nouveau fortement. Heureusement, des impulsions viendront pour la première fois depuis longtemps des investissements dans la construction. Au cours de l'année 2000, l'écart de production continuera de se combler, et l'emploi d'augmenter.

Cette évolution favorable de l'économie suisse peut être attribuée surtout à trois facteurs. D'abord, notre économie a fait de gros efforts ces dernières années pour résoudre ses problèmes structurels. Deuxièmement, le climat de l'économie mondiale s'est fortement amélioré l'an passé. Troisièmement, notre économie a bénéficié de conditions monétaires favorables.

3.2 Les intentions de la politique monétaire

En décembre dernier, nous avons publié pour la première fois des prévisions d'inflation. Cependant, l'inflation de l'année en cours ne dépendra pas essentiellement de notre politique monétaire présente. En raison du décalage, notre politique monétaire actuelle influencera l'inflation des deux années suivantes.

La marge de fluctuation visée du Libor à trois mois s'étend de 1,25 à 2,25%. Elle s'accorde avec notre prévision d'inflation. Selon nos connaissances actuelles, le renchérissement demeurera, les trois prochaines années, dans le cadre que nous considérons comme celui de la stabilité des prix, si nous gardons le taux à trois mois dans cette marge de fluctuation. Cependant, la tendance au renchérissement pourrait s'affirmer quelque peu. Notre prévision d'inflation est de 1,5% pour l'année 2000 ainsi que de respectivement 1,7 et 1,8% pour les années 2001 et 2002.

L'évolution prévue de l'inflation est conforme à celle des agrégats monétaires que nous observons. Durant la récession des années 90, la croissance de M_3 s'était fortement accélérée à la suite de la politique monétaire axée sur l'expansion qu'avait menée la Banque nationale. Elle a ralenti depuis le printemps de 1997, car nous n'avons assoupli encore que modérément la politique monétaire; elle a atteint à présent un niveau relativement bas. Il ne convient donc pas d'attendre un renchérissement significatif consécutif à la politique d'expansion monétaire que nous avons pratiquée jusqu'à récemment.

La Banque nationale suivra attentivement l'évolution des principaux indicateurs et vérifiera périodiquement les analyses sur lesquelles se fondent les prévisions d'inflation. La dynamique très marquée de l'évolution économique récente nous prescrit une prudence particulière. Une nouvelle accélération de la croissance économique pourrait éventuellement accroître le danger d'inflation.

4 Perspectives

J'aimerais conclure par quelques observations de principe.

La nouvelle Constitution fédérale entrée en vigueur au début de l'année charge également la Banque nationale de mener une politique monétaire dans l'intérêt général du pays. Conjointement avec la politique financière et la politique de la concurrence, elle crée les conditions qui permettent une croissance continue avec un emploi élevé et un faible renchérissement. Au premier plan de la politique monétaire figure le maintien de la stabilité des prix. Soulignons à nouveau que la stabilité des prix n'est pas un objectif en soi. Des prix stables facilitent une croissance économique durable et contribuent à la cohésion sociale.

L'adaptation de notre stratégie de politique monétaire, qui tient compte des modifications intervenues sur les marchés financiers, crée les conditions nécessaires pour que nous puissions remplir notre mission à l'avenir. A elle seule, une bonne stratégie ne suffit pas à garantir le succès de la politique monétaire. C'est la mise en œuvre de la stratégie, la qualité des décisions de politique monétaire qui est décisive. La stratégie peut offrir un cadre précis au processus de décisions de la politique monétaire. Souvent, il s'agit non pas des détails de la stratégie, mais plutôt de la capacité des responsables à prendre les décisions qui s'imposent, même impopulaires. Les décisions de politique monétaire doivent également reposer sur un consensus social. La Banque nationale ne peut remplir sa mission à long terme que si la volonté politique de maintenir des conditions monétaires stables en Suisse continue à bénéficier d'une large assise.

La Banque centrale européenne et sa politique monétaire

Considération critique du débat actuel sur la BCE et son action monétaire

par Ernst Baltensperger

Professeur ordinaire d'économie politique, Université de Berne

De novembre 1998 à octobre 1999, E. Baltensperger a occupé le poste de conseiller extérieur à la division économique de la Banque nationale suisse. Le rapport a été achevé en octobre 1999.

L'entrée en fonctions du Système européen de banques centrales (SEBC) et de la Banque centrale européenne (BCE) a eu lieu comme prévu le 1^{er} janvier 1999, marquant ainsi la prise en charge par ces institutions de la formulation et de la conduite de la politique monétaire pour l'ensemble de la zone monétaire européenne. Dans le présent rapport, je me propose:

- d'exposer brièvement et d'évaluer les principaux aspects de la politique monétaire que la BCE a menée jusqu'ici;
- de discuter et d'apprécier les lignes directrices et les principes généraux sur lesquels la BCE s'appuie lors de la formulation de sa politique monétaire;
- d'aborder dans ce contexte les discussions critiques sur cette question qu'a déclenchées l'action de la BCE;
- de vérifier si ces discussions peuvent permettre de tirer des enseignements utiles à la politique monétaire en général et, partant, à la politique monétaire suisse.

Au cœur de ces discussions figure l'évaluation de stratégies alternatives en matière de politique monétaire – un débat mené intensément non seulement dans la pratique, mais également à un niveau scientifique. Pour l'essentiel, ces discussions opposent les partisans d'un objectif direct d'inflation (Inflation Targeting) et ceux des objectifs de masse monétaire (Monetary Targeting) et visent à évaluer le mélange de ces deux stratégies choisi par la BCE dans sa politique. De manière assez artificielle, à mon avis, certains intervenants ont fortement rattaché ce débat à la question de la transparence et de la responsabilité de l'institut d'émission vis-à-vis du public ainsi qu'à la question de la crédibilité de la politique monétaire, aspects que je me propose également d'aborder dans cet exposé.

En revanche, l'existence, le bien-fondé et la structure institutionnelle du SEBC seront considérés comme donnés et ne seront pas discutés ici, à l'exception de certains aspects ayant déjà fait l'objet d'une analyse critique dans le contexte du débat qui nous occupe. Les discussions à cet égard ont déjà été menées intensément à la veille de l'instauration de l'UEM, et leurs principaux éléments sont connus.

1 Contexte et évolution de la politique de la BCE jusqu'à aujourd'hui

Les instruments de politique monétaire de la BCE

A la veille de l'Union monétaire, les instituts d'émission des États participants avaient déjà défini et expliqué, dans le cadre des activités de l'Institut monétaire européen, l'institution qui a précédé la BCE, les instruments de politique monétaire sur lesquels cette dernière entendait se baser pour la mise en œuvre de sa politique monétaire.¹ L'instrument principal pour guider le taux du marché monétaire et l'approvisionnement de l'économie en liquidités est l'opération de marché ouvert. Dans sa principale variante, cet instrument revêt la forme de transactions périodiques (hebdomadaires) de pensions de titres (transactions «repo») avec une échéance de deux semaines (opérations principales de refinancement), complétées par des pensions de titres à plus long terme (trois mois) et à fréquence mensuelle, des mesures ad hoc de réglage fin à court terme pour lisser les taux d'intérêt et apaiser le marché monétaire ainsi que par des opérations «structurelles» de formes diverses. Dès lors, le «taux de pension de titres» ou «taux repo», c'est-à-dire le taux d'intérêt appliqué aux opérations de pensions de titres, devient le repère décisif pour les autres taux du marché monétaire et l'instrument central de la politique monétaire de la BCE conformément aux anciennes pratiques de la Banque fédérale allemande et d'autres banques centrales importantes.

A cet instrument s'ajoutent deux facilités de crédit permanentes (standing facilities), une facilité de prêt marginale (marginal lending facility) et une facilité de dépôt (deposit facility) par l'intermédiaire desquelles les banques commerciales peuvent respectivement obtenir des liquidités à court terme de la banque centrale à des conditions d'intérêt déterminées ou lui en remettre. Les taux d'intérêt appliqués pour le recours à ces facilités de crédit constituent des points de repère pour l'argent au jour le jour (overnight liquidity): de fait, le taux d'intérêt de la facilité de dépôt constitue le plancher et le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginale (marginal lending rate) le plafond du taux de l'argent au jour le jour. Ces opérations de refinancement sont certes réalisées par les banques centrales des États membres, mais à des conditions uniformes définies par le Conseil de la BCE pour l'ensemble de la zone euro. Pendant la toute première phase de l'Union monétaire, ces deux taux ont

1 Institut monétaire européen, «La politique monétaire unique en phase III. Documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC», septembre 1998.

été maintenus relativement proches du taux repo ($\pm 0,25$ pour cent) afin d'éviter toute difficulté initiale aux établissements financiers participants. Conformément aux intentions originales, ils ont toutefois été rapidement redéfinis pour s'écarter plus fortement du taux repo (± 1 à $1,5$ pour cent), les banques ne devant en effet recourir à ces facilités que dans des cas vraiment exceptionnels et non pas comme à des moyens normaux de refinancement.

Ces instruments sont finalement complétés par une réglementation régissant les réserves minimales (avec maintien des réserves en moyenne pendant une période d'un mois et rémunération au taux des opérations principales de refinancement de la BCE). Les réserves minimales visent à créer une demande «structurelle» en monnaie de banque centrale et à stabiliser le taux d'intérêt du marché monétaire.

Malgré certaines différences par rapport à la pratique d'autres banques centrales, notamment le rôle relativement important attribué aux facilités permanentes, la panoplie d'instruments de la BCE est restée relativement peu controversée et n'a donc été que peu discutée et critiquée. Parmi ces instruments, l'application de réserves minimales reste encore le plus contesté.

Détermination de la stratégie de politique monétaire

A contrario, un débat parfois virulent s'est engagé à propos de la stratégie que la BCE doit adopter pour réaliser ses objectifs de politique monétaire. Il convient d'examiner ce débat dans le cadre de la controverse scientifique menée actuellement à ce sujet, car la critique scientifique joue un rôle important dans les discussions concernant la stratégie de la BCE. Celles-ci portent notamment sur l'alternative entre les objectifs de masse monétaire (Monetary Targeting) et les objectifs directs d'inflation (Inflation Targeting) ainsi que sur le rôle de la monnaie dans la stratégie monétaire de la banque centrale.

En tant que prédécesseur de la BCE dans le processus d'unification économique et monétaire de l'Union européenne, l'Institut monétaire européen avait d'abord inclus cinq stratégies potentielles dans ses considérations à la veille de l'instauration de l'Union monétaire:

- objectifs de taux de change (Exchange Rate Targeting);
- objectifs de taux d'intérêt (Interest Rate Targeting);
- objectifs de revenu nominal (Nominal Income Targeting);

- objectifs de masse monétaire (Monetary Targeting);
- objectifs directs d'inflation (Inflation Targeting).

Ces stratégies ont été évaluées en fonction de leur contribution à l'efficacité et à la transparence de la politique monétaire, à la possibilité d'examiner et de contrôler (accountability) celle-ci ainsi qu'en fonction de leur concordance avec l'orientation de la politique monétaire à moyen terme, de leur continuité avec le passé et de leur compatibilité avec le principe d'indépendance de la banque centrale. Les discussions se sont assez rapidement concentrées sur les deux dernières stratégies mentionnées précédemment, à savoir sur les objectifs de masse monétaire et sur les objectifs directs d'inflation. Ces stratégies ayant chacune ses partisans parmi les instituts d'émission participants, c'est finalement un mélange réunissant des éléments issus de ces deux orientations qui a été retenu.

Définie dans ses grands axes dès octobre 1998 puis précisée et confirmée début 1999,² la stratégie de politique monétaire de la BCE repose sur trois éléments principaux:

- une définition quantitative de l'objectif final de «stabilité des prix»;
- la détermination d'une valeur de référence pour la croissance de la masse monétaire M_3 dans la zone euro;
- une évaluation largement étayée des perspectives d'inflation et des risques d'instabilité des prix dans la zone euro.

La stabilité des prix est définie comme une hausse de l'indice harmonisé des prix à la consommation de la zone euro «inférieure à deux pour cent» (à interpréter comme une hausse comprise entre zéro et deux pour cent selon une précision ultérieure du président de la BCE, M. Wim Duisenberg). L'orientation retenue s'inscrivant dans le moyen terme, une certaine marge de fluctuation de l'inflation est acceptée dans le court terme en raison de facteurs d'influence qui échappent au contrôle de la politique monétaire. La détermination d'un objectif clairement défini pour la politique monétaire étant un gage de transparence et un moyen de contrôle (accountability), elle constitue un élément central de la stratégie monétaire.

La valeur de référence du taux de croissance de M_3 doit être un taux qui, selon les estimations de la BCE, est compatible avec une stabilité des prix à moyen terme dans la zone euro compte tenu du potentiel de croissance réelle de l'économie euro-

² Cf. BCE, Bulletin mensuel, janvier 1999.

péenne, de la modification tendancielle de la vitesse de circulation de M3 et de la situation initiale. Dès lors, sa définition est largement soumise aux mêmes considérations que la formulation des anciens objectifs de masse monétaire de la Banque fédérale d'Allemagne. La BCE souligne néanmoins qu'un écart entre la croissance effective de la masse monétaire et cette valeur de référence ne déclenche pas automatiquement une réaction de politique monétaire (modification des taux d'intérêt) mais indique uniquement la nécessité d'intensifier les travaux d'observation et d'analyse. Les décisions de politique monétaire reposent sur d'autres indicateurs qui se rapportent aussi bien au secteur financier qu'à celui de l'économie réelle, le rôle décisif revenant aux perspectives d'inflation. La valeur de référence joue cependant le rôle d'une ancre nominale fixe pour la politique monétaire. Contrairement à l'ancienne politique de la Banque fédérale, aucune fourchette de croissance de la masse monétaire n'est fixée. L'agrégat monétaire M3 de la zone euro comprend en outre les fonds du marché monétaire qui n'étaient pas pris en considération dans l'ancienne définition de la Banque fédérale.

Les perspectives d'inflation sont évaluées par la BCE sur la base d'un large éventail d'indicateurs. Fondamentalement, toutes les informations disponibles susceptibles de contribuer à l'évaluation des risques d'inflation doivent être prises en considération. Elles incluent aussi bien des variables de type financier, tels les taux d'intérêt et la structure des taux, les agrégats monétaires et de crédit, les taux de change et autres prix des actifs, que des données issues de l'économie réelle, notamment les indicateurs relatifs à l'offre et à la demande globale de l'économie comme le déficit de production, les données se rapportant au marché du travail, l'évolution des coûts, les indicateurs de politique budgétaire, mais également les résultats d'enquêtes. Ce n'est toutefois que dans le cadre de descriptions très générales que la BCE transmet au public son évaluation des perspectives d'inflation. De fait, elle ne publie aucune prévision quantitative de l'inflation comme le prévoit la poursuite d'un objectif d'inflation proprement dit, et notamment aucune prévision de l'inflation dans le sens d'un modèle statistique formel.³

C'est notamment sur ce point mais également sur le rôle de la masse monétaire dans la stratégie de politique monétaire ainsi que sur la question de la transparence de celle-ci et de la possibilité de la soumettre à examen que porte la critique adressée à la BCE, critique qui sera traitée plus en détail par la suite.

3 Entre-temps, la BCE a laissé entrevoir la publication de telles prévisions ainsi que des modèles sur lesquels elles se basent.

La politique monétaire de la BCE jusqu'à aujourd'hui

Si les principales décisions stratégiques de la BCE ont été en partie vivement critiquées par ses observateurs, la réalisation de la politique monétaire par la BCE n'a suscité que relativement peu de critiques, mis à part certains détails et quelques frictions initiales, notamment entre l'ancien ministre allemand des Finances, M. Oskar Lafontaine, et la BCE. Cela s'explique bien entendu par le fait que la politique monétaire suscite en général la bienveillance et ne rencontre que peu d'opposition en phase d'expansion et de relâchement des rênes monétaires.

Le taux d'intérêt appliqué aux opérations du marché ouvert du SEBC (taux repo, taux d'intérêt des opérations principales de refinancement) a été fixé à 3% au début de l'année 1999. Il a en fait été repris de la Banque fédérale allemande et des autres instituts d'émission participants, qui l'avaient réduit de concert à 3% en décembre 1998 déjà. Les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginale et de la facilité de dépôt ont été fixés à 3,25% et à 2,75% pour la période transitoire. Les écarts par rapport au taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ont été délibérément limités à un quart de point pendant la phase initiale de l'Union monétaire afin de permettre aux banques des pays participants de se familiariser plus facilement avec le nouveau système. Dès le départ, un élargissement de cet écart de 1 à 1,5 points de pourcentage pour chaque taux a néanmoins été prévu. Le 21 janvier 1999, ces taux ont donc été fixés à 4,5 et 2%.

La valeur de référence pour la croissance de M₃ a été fixée à 4,5% pour 1999. Ce chiffre se basait sur les prévisions d'une croissance potentielle réelle de 2 à 2,5% et d'une réduction tendancielle de la vitesse de circulation de M₃ d'un demi à un point de pourcentage par an (pour 1999 «plutôt de 0,5% seulement») ainsi que sur la définition de la stabilité des prix mentionnée précédemment (taux d'inflation entre 0 et 2%).

Lors de la fixation de ces données clés de sa politique monétaire, la BCE est partie du principe que les perspectives d'inflation pouvaient être considérées comme favorables: l'objectif de stabilité des prix dans la zone euro était pratiquement atteint et les risques d'inflation n'étaient guère perceptibles. Une telle situation a permis à la BCE de tenir compte de perspectives conjoncturelles restées plutôt incertaines en maintenant son taux repo à 3%. La banque a considéré néanmoins une nouvelle baisse comme inadéquate après la réduction de décembre 1998. Elle

a étayé la signification de la valeur de référence pour M_3 par des analyses tendant à prouver la stabilité relativement forte de la demande de masse monétaire M_3 dans la zone euro ainsi que celle du rapport entre le niveau des prix et M_3 .⁴

En avril 1999, la BCE a modifié pour la première fois son taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement, le réduisant de 50 points de base et le faisant donc passer de 3 à 2,5%. Simultanément, elle a abaissé les taux de la facilité de prêt marginale et de la facilité de dépôt à respectivement 3,5 et 1,5%. Cette mesure d'assouplissement monétaire a été décidée parce que l'évolution conjoncturelle restait modérée, que le taux d'inflation demeurait inférieur à 1% et que le taux de croissance de M_3 s'inscrivait à 5,2%, dépassant de justesse sa valeur de référence. Elle a fait l'objet d'un certain nombre de critiques,⁵ étant interprétée comme une concession tardive, dépourvue de nécessité économique, à certaines exigences, notamment de l'ancien ministre allemand des Finances, M. Oskar Lafontaine. Comme les risques immédiats d'inflation étaient alors considérés de manière générale comme minimes et que l'évolution de l'économie réelle laissait toujours à désirer dans une grande partie de l'Europe, ces critiques sont restées modestes et ont été largement dominées par l'approbation de la majorité.

Durant la première moitié de l'année, les propos tenus par d'importants représentants du SEBC ont contribué à une évolution des changes quelque peu déconcertante. Alors que l'euro avait commencé l'année en force, atteignant, dans une certaine euphorie, un cours d'environ 1,17 par rapport au dollar, il a ensuite subi une dépréciation allant jusqu'à 10% avant de se ressaisir quelque peu en été et de continuer à se raffermir pendant l'automne. En soi, cette évolution des changes peut être considérée à la fois comme la normalisation d'un taux initial surévalué et par trop optimiste et comme le reflet de la puissance qui caractérise l'économie et la politique économique américaines. Elle n'a en outre rien d'exceptionnel en comparaison des fluctuations antérieures des monnaies européennes, y compris du mark allemand, par rapport au dollar. Néanmoins, elle a été de plus en plus perçue par les marchés financiers comme une marque de défiance vis-à-vis de l'euro et de la politique économique européenne à laquelle il se rattache. Cette situation a poussé certains représentants de la BCE à faire toute une série de déclarations parfois quelque peu contradictoires quant au rôle des changes dans la politique monétaire de la BCE, manifestant tantôt leur désintérêt à ce sujet «benign

neglect», tantôt l'intention d'en tenir compte. L'EMU-Monitor (1999) a ainsi reproché à la BCE de mal communiquer son attitude en matière de changes: d'une part, la banque affirmerait ne poursuivre aucun objectif de change, de l'autre cependant elle annoncerait son intervention sur le marché des changes en cas d'excès, sans préciser ce qu'elle entend exactement par excès. On lui reproche en outre d'avoir elle-même contribué à l'affaiblissement de l'euro en procédant à une forte réduction des taux d'intérêt en avril. Ses propos relatifs à la situation du marché des changes ne feraient enfin que semer la confusion dans les esprits et seraient incompatibles avec une politique de la BCE axée sur la stabilité des prix.

Même si la croissance de M_3 est restée quelque peu supérieure à sa valeur de référence durant la première moitié de l'année 1999, elle ne l'a dépassée que très légèrement et n'a donc suscité que peu de crainte d'une accélération de l'inflation. Ce n'est qu'en juillet que la croissance des agrégats monétaires et du volume du crédit ainsi qu'une légère hausse du taux d'inflation (celui-ci restant malgré tout à un niveau très bas) ont engendré un certain scepticisme qui a poussé le président de la BCE, M. Wim Duisenberg, à évoquer une légère tendance à un resserrement de la politique monétaire («... that a bias towards a tighter monetary policy was creeping into the ECB's deliberations», *Financial Times*, 20 juillet 1999).

En août, alors que la BCE continuait à suivre le cap qu'elle s'était fixée, les avis et spéculations étaient partagés à parts à peu près égales entre les partisans et les adversaires d'une modification des taux. Si la croissance de la masse monétaire toujours un peu trop élevée et l'amélioration des perspectives conjoncturelles militaient en faveur d'un resserrement des rênes monétaires, le renchérissement des prix encore très faible incitait nombre d'observateurs à penser qu'une majoration des taux ne s'imposait pas immédiatement. Aux alentours de la fin du mois de septembre et du début du mois d'octobre, les perspectives conjoncturelles de plus en plus favorables et l'émergence de tensions inflationnistes ont poussé divers représentants de la BCE à mettre davantage l'accent sur la possibilité d'un resserrement de la politique monétaire européenne.

L'euro et le franc suisse

Depuis le début de l'Union économique et monétaire, la relation entre l'euro et le franc suisse est restée extrêmement stable et n'a été marquée que par des fluctuations tout à fait minimes. Jusqu'à pré-

4 Cf. BCE, Bulletin mensuel, février 1999.

5 Cf. notamment EMU-Monitor 1999.

sent, l'introduction de l'euro n'a par conséquent posé à la Suisse et à la BNS aucun problème digne d'être mentionné. Incontestablement, ce climat serein reflète pour une grande part la conduite d'une politique monétaire orientée dans la même direction, axée sur la stabilité des prix à moyen et à long terme, ainsi que l'évolution analogue de l'économie, mais également le souci de la Banque nationale de rendre, par sa politique et la façon dont elle la communique, le franc inintéressant aux yeux des spéculateurs.

Malgré toute ma compréhension pour les efforts entrepris, je pense que la BNS devrait également veiller à ne pas trop être perçue comme le satellite ou comme le simple vassal de l'Eurosystème. En effet, le risque de voir le franc de plus en plus considéré sur les marchés comme une monnaie « ombre » de l'euro ne doit pas être sous-estimé. Une telle situation peut certes apparaître aujourd'hui comme confortable et sans danger du point de vue de la politique économique et monétaire, elle pourrait toutefois s'avérer également brusquement inopportune si l'euro se trouvait pris dans une tourmente et si sa stabilité était mise en doute. D'ici là, plus le franc suisse se sera mis dans une position de dépendance par rapport à l'euro, plus il sera difficile dans une telle situation de vouloir soudain faire de nouveau preuve d'autonomie en matière de politique monétaire. Une dépendance croissante pourrait en outre réduire à peu de choses, voire à néant, les avantages du franc en matière de taux d'intérêt.

2 La stratégie monétaire de la BCE en comparaison avec celle d'un objectif direct d'inflation (Inflation Targeting): mise en valeur d'un indicateur sans signification?

Située à mi-chemin entre un objectif de masse monétaire et un objectif direct d'inflation, la stratégie monétaire de la BCE s'est heurtée dès le départ à de vives critiques de la part des partisans d'un pur objectif d'inflation. Le principal représentant de ces critiques d'un point de vue scientifique est l'économiste suédois Svensson qui, dans toute une série de publications, a confronté la stratégie monétaire de la BCE à une forme de la stratégie d'objectif direct d'inflation qu'il propose d'appliquer: l'objectif de prévision d'inflation (« Inflation Forecast Targeting ») (cf. par exemple: Svensson 1998, Svensson 1999).⁶ La cri-

tique de Svensson s'appuie sur deux aspects qu'il considère comme liés, mais que je souhaite traiter séparément ici. Elle s'oppose d'une part à la prise en considération et à la mise en valeur de la croissance de la masse monétaire, considérée comme un indicateur dénué de toute signification de politique monétaire. Elle dénonce d'autre part l'opacité de la stratégie de la BCE qui en découle, qui va à l'encontre du principe de la responsabilité de la banque centrale vis-à-vis du public et de son contrôle par les organes légitimés par voie démocratique. Le premier de ces points peut être mis en relation avec le rôle de la monnaie dans l'analyse des processus de décision en matière de politique monétaire, le second avec son rôle dans la communication de la banque centrale avec le public. Je souhaite aborder le premier point dans le prochain chapitre. Le second point, qui a également été formulé avec force par Willem Buiter (1999), sera traité dans le chapitre 3.

La stratégie de la BCE ne correspond ni à un pur objectif de masse monétaire ni à un pur objectif d'inflation, mais elle englobe divers éléments issus de ces deux concepts. Svensson déplore que la BCE cherche à s'appuyer largement sur l'évolution de la masse monétaire aussi bien dans son analyse que dans sa communication de la politique monétaire à l'opinion publique. Il est persuadé qu'une telle stratégie mènera soit à une politique monétaire inefficace et en deçà des objectifs fixés (dans le cas d'une orientation vers un « strict » objectif de masse monétaire), soit à une complication inutile de la politique monétaire (avec les conséquences que cela implique pour sa communication et sa transparence).

Le cadre de l'analyse de Svensson

Pour comprendre cette critique, il est nécessaire d'esquisser le cadre théorique dans lequel Svensson inscrit son analyse de l'objectif direct d'inflation et de l'objectif de masse monétaire. L'analyse de Svensson repose sur un modèle macroéconomique relativement conventionnel qui suppose une connaissance exacte des rapports structurels entre les différents agents économiques, ainsi que de la structure des décalages temporels. Les seuls facteurs d'incertitude considérés apparaissent sous la forme d'éléments perturbateurs additionnels indépendants de la structure du modèle et des décalages temporels. Le taux d'intérêt (le seul à apparaître dans le modèle) est traité comme un instrument de la banque centrale et apparaît dès lors comme une variable déterminée exclusivement par le biais de la politique monétaire. Selon les grandes lignes de ce modèle, la banque centrale procède à un

⁶ De nombreux auteurs argumentent de façon analogue, notamment Bofinger (1999) Bernanke et consorts (1999) ou encore Blinder (1998).

abaissement du taux d'intérêt afin de stimuler la demande de l'économie et donc de relever le niveau de production et de revenu, avec un décalage d'une période, et vice-versa. En situation «neutre», le taux d'intérêt déterminé coïncide exactement avec le taux d'intérêt réel «naturel» après déduction du taux d'inflation prévu, c'est-à-dire avec le taux d'intérêt réel correspondant à un écart de production égal à zéro et donc à une demande se situant exactement au niveau de production potentiel. Lorsque le taux d'intérêt déterminé est supérieur à ce niveau, l'écart de production est positif, et vice-versa. La modification du taux d'inflation par rapport à la période précédente est donc déterminée par l'écart de production (de la période précédente), c'est-à-dire par une courbe de Phillips de court terme. Par sa politique de taux d'intérêt, la banque centrale détermine dès lors le niveau de revenu avec un décalage d'une période et le taux d'inflation avec un décalage de deux périodes. Bien entendu, les effets de la politique monétaire peuvent être masqués à court terme par l'influence de variables perturbatrices mais sans aucune conséquence sur les rapports de cause à effet sur lesquels s'appuie la politique monétaire.

La politique de la banque centrale étant caractérisée dans ce modèle comme une pure politique de fixation du taux d'intérêt, la banque centrale doit adapter en permanence la masse monétaire à la demande de monnaie correspondant au taux d'intérêt déterminé. Ici aussi, Svensson suppose toutefois un décalage d'une période dans l'adaptation de la demande de monnaie aux modifications de taux d'intérêt. La politique des taux d'intérêt de l'institut d'émission détermine donc la masse monétaire de manière strictement endogène, avec une période de décalage. Aucune interaction n'est supposée exister entre la masse monétaire, les taux d'intérêt et la production ou le revenu pendant la période en cours. A partir de ce modèle, il est tout naturel de penser que la masse monétaire et la demande de monnaie ne peuvent jouer qu'un rôle de second ordre dans la définition de la politique monétaire – ce qui est exactement la conclusion à laquelle Svensson aboutit dans son analyse.

Svensson part du principe que la banque centrale devrait s'efforcer, par le biais de sa politique, de minimiser les écarts du taux d'inflation par rapport à l'objectif d'inflation fixé tout en faisant également son possible pour empêcher la production et le revenu d'osciller autour de leur valeur normale. Il a toutefois raison de souligner qu'une nette asymétrie oppose les cibles en matière d'inflation et de production.

Alors que la banque centrale détermine, par le biais de sa politique, aussi bien le taux d'inflation moyen (tendanciel) que les fluctuations du taux d'inflation autour de cette valeur moyenne, elle doit considérer le niveau moyen de production (niveau de production potentiel) comme donné et se limiter à agir sur les fluctuations de la production autour de cette valeur moyenne. Dans ce sens, il n'existe pour la politique monétaire aucun objectif de production qui puisse être choisi par la banque centrale comme elle peut choisir l'objectif d'inflation.

A quoi ressemble une politique monétaire optimale dans un tel contexte? A l'évidence, il convient dans les conditions modélisées par Svensson que la banque centrale adapte directement ses moyens d'action à l'objectif final poursuivi, soit à l'objectif «Inflation». Lorsque la structure du modèle est connue dans tous ses détails, il est toujours possible de calculer sans aucune difficulté le dosage exact des moyens concordant avec l'objectif final poursuivi. Une stratégie monétaire axée sur un objectif intermédiaire, quel que soit cet objectif, apparaît à l'évidence comme superflue. En d'autres termes: un processus d'optimisation direct en une seule étape apparaît comme idéal, une procédure de décision en deux étapes avec un objectif intermédiaire est quant à elle superflue et n'a aucune légitimation. Bien entendu, en cas de facteurs d'incertitude sous forme d'éléments perturbateurs additionnels, la détermination des instruments ne permet d'extrapoler que la réalisation moyenne ou «prévue» de l'objectif, c'est-à-dire qu'il est possible de déterminer le dosage des instruments de façon à garantir la réalisation de l'objectif final dans sa valeur moyenne ou anticipée. C'est exactement ce que Svensson décrit par objectif d'inflation («Inflation Targeting») ou, en cas de facteur d'incertitude additionnel, par objectif de prévision de l'inflation («Inflation Forecast Targeting»): la banque centrale réagit aux écarts entre les prévisions de l'inflation et son objectif d'inflation avec l'instrument dont elle dispose et procède au dosage de sa mise en œuvre de façon à faire concorder le taux d'inflation prévu avec l'objectif d'inflation. Dans de telles conditions, les variables constituées par la masse monétaire et la demande de monnaie ne peuvent jouer un rôle d'indicateur de la politique monétaire que lorsque les informations qu'elles présentent ont leur importance pour les prévisions de l'inflation, ce qui, comme nous l'avons vu précédemment, n'est à l'évidence pas le cas dans le modèle de Svensson: la masse monétaire y est considérée comme un agrégat déterminé rétroactivement, avec un décalage d'une période, par le

taux d'intérêt fixé par la banque centrale et la demande de monnaie, et elle ne peut jouer aucun rôle dans les décisions de la banque centrale en matière de politique monétaire.

Cette théorie constitue la toile de fond devant laquelle Svensson discute l'objectif de masse monétaire et la stratégie de la BCE. Pour ce qui est de l'objectif de masse monétaire, il fait une distinction entre une version «stricte» et une version «flexible». Dans le cas d'un objectif de masse monétaire strict, la banque centrale considère la masse monétaire comme une cible intermédiaire supplémentaire (en plus de la cible finale d'inflation), la cible intermédiaire étant déterminée de manière à être compatible en valeur escomptée avec le taux d'inflation visé. La banque centrale s'efforce alors de limiter les écarts entre la masse monétaire et cette valeur-cible. Comme nous l'avons déjà vu précédemment, une telle stratégie n'est pas optimale dans le cas d'une structure économique connue de tous les agents, dont la complexité n'est accrue que par des éléments perturbateurs additionnels.⁷ Dans le cas d'un objectif de masse monétaire flexible, la banque centrale prend en considération la problématique mentionnée ci-dessus et réajuste en permanence l'objectif intermédiaire de manière à ce que celui-ci reste compatible avec l'objectif final visé. Cette version est beaucoup plus proche de ce que pratiquent en réalité les instituts d'émission poursuivant une politique d'objectifs de masse monétaire et est en définitive équivalente à l'objectif de prévision de l'inflation de Svensson (c'est pourquoi Svensson parle également d'un «objectif d'inflation déguisé») et donc à une stratégie certes efficace mais inutilement complexe (et qui, selon Svensson, entrave la communication de la banque centrale avec le public, cf. chapitre 3). Pour cette raison, la stratégie monétaire de la BCE est selon lui mal choisie et inacceptable, car en accordant à la masse monétaire un rôle de premier plan, elle adopte, ne serait-ce que partiellement, les procédures propres à l'objectif de masse monétaire.

Le rôle de l'incertitude dans la structure du modèle et de celle des décalages temporels

Une telle interprétation de l'objectif de masse monétaire est-elle judicieuse? Je pense que Svensson n'apprécie pas vraiment à leur juste valeur l'objectif de masse monétaire et le rôle qui échoit à la masse monétaire dans une stratégie de politique monétaire. Dans le cadre de la réflexion de Svensson, c'est-à-dire en l'absence de toute incertitude quant à la structure des modèles et des décalages temporels, une procé-

sure d'optimisation en une seule étape est toujours préférable et une variable monétaire en tant qu'objectif intermédiaire n'a à l'évidence pas sa place. Cette vérité n'est d'ailleurs contestée par personne dans la littérature relative à cette question. Certes, il est vrai qu'à mon sens une stratégie en deux étapes avec un objectif intermédiaire n'a jamais vraiment été légitimée avec rigueur et de manière satisfaisante sur un plan formel. De fait, les arguments correspondants ont toujours été apportés verbalement et sans grande précision. Il a cependant toujours été clair que la légitimation d'une stratégie d'objectif intermédiaire doit se fonder essentiellement sur l'incertitude dans la structure du modèle et des décalages temporels; cf. par exemple: Brunner et Meltzer (1969) ou Friedman et ses «décalages longs et variables» (Friedman, 1959, 1968). Si l'on voulait analyser sérieusement l'objectif de masse monétaire, défini comme un processus en deux étapes avec un objectif intermédiaire, il conviendrait donc de considérer la discussion à ce niveau et de vérifier si cette stratégie trouve, dans de telles conditions, une légitimation comme simplificateur de procédure («rule of thumb»). Les partisans de cette manière de voir n'ont jamais vraiment revendiqué autre chose. Cependant, ce n'est pas ce que fait Svensson. Au lieu de cela, il démontre quelque chose qui n'est en fin de compte nullement controversé, à savoir le caractère idéal d'un processus d'optimisation en une seule étape avec une connaissance exacte de la structure des modèles et des décalages temporels. Dans ce contexte, il convient de rappeler que l'incertitude dans la structure du modèle et des décalages temporels figure parmi les principaux défis qui marquent aujourd'hui la réalité de l'économie et de la politique économique. Je crois donc que Svensson traite l'objectif de masse monétaire à un niveau sur lequel il n'a nullement besoin d'être traité et que, à l'inverse, il ne le traite pas au niveau sur lequel il faudrait qu'il le soit.

Formulation de modèles de substitution et rôle de la monnaie dans la politique monétaire

Mais même en argumentant sur la base d'une connaissance exacte de la structure des modèles et des décalages temporels garantissant l'efficacité d'une procédure de décision en une seule étape, il convient, d'une manière générale, de remettre en question les conclusions de Svensson selon lesquelles la masse monétaire et la demande de monnaie constituent des variables dénuées de signification pour une politique monétaire optimale. Ces conclusions sont sans aucun doute tout à fait justes pour le modèle

⁷ Cf. Friedman (1975) ou Niehans (1978).

considéré par Svensson. Il est néanmoins tout à fait possible de prendre en compte d'autres spécifications de la structure économique, qui sont a priori aussi légitimes et défendables que celles retenues par Svensson, mais qui remettent en question ses conclusions en rendant à la monnaie un rôle potentiellement important pour la politique monétaire. Dans la suite de cette étude, quatre possibilités sont envisagées qui modifient de manière significative le modèle de Svensson dans ce sens.

a. Taux du marché monétaire opposé au taux du marché des capitaux et modélisation explicite du processus de contrôle monétaire

La réflexion de Svensson est basée sur un modèle qui, conformément au modèle standard macro-économique le plus répandu (IS-LM, AS-AD), ne comprend qu'un seul taux d'intérêt et un seul agrégat monétaire. Sans aucun doute, l'utilisation d'un modèle d'un tel niveau d'abstraction est idéale pour l'analyse de nombreuses questions relatives à la macro-économie et à la théorie monétaire. Toutefois, elle ne permet pas de décrire le processus par lequel la banque centrale influe, à l'aide des instruments qui lui sont propres, sur les marchés monétaires et financiers, et donc sur le taux d'intérêt du marché des capitaux et les divers agrégats monétaires. Dans ces conditions, il convient de se demander si elle est vraiment à même d'offrir un cadre approprié à l'analyse explicite du processus de contrôle monétaire et des stratégies monétaires de substitution. Au lieu de cela, nous avons la possibilité de considérer un modèle permettant une distinction explicite entre taux d'intérêt du marché monétaire et du marché des capitaux et également entre le marché de la monnaie centrale (monnaie de base) et celui des agrégats monétaires de définition plus large. La banque centrale peut alors utiliser comme son propre instrument le taux d'intérêt du marché monétaire, tout comme la plupart des instituts d'émission ont coutume de le faire. Le taux d'intérêt du marché des capitaux, qui joue un rôle déterminant pour la demande globale de l'économie nationale, est en revanche défini de manière endogène par les forces du marché. Les anticipations concernant les divers secteurs du marché financier et monétaire (et donc les demandes relatives de monnaie centrale, d'agrégats monétaires de définition plus large et d'autres actifs financiers) et les caractéristiques de liquidité relatives à ces secteurs jouent dans ce contexte un rôle déterminant, car elles posent les conditions pour un équilibre sur ces marchés. Dès lors, le rapport entre les différents

taux d'intérêt se trouve également déterminé par les déplacements relatifs entre l'offre et la demande sur ces marchés, c'est-à-dire par des facteurs financiers et monétaires, et les masses monétaires ainsi que les demandes de monnaie retrouvent un rôle potentiellement important pour la politique monétaire, et cela même dans un cadre qui correspond par ailleurs à celui de Svensson. Il en résulte une prise en considération de facteurs et d'effets communément qualifiés de «chocs aux multiplicateurs monétaires», qui ont une importante tradition dans la théorie monétaire et macro-économique établie. Ces chocs ont fait l'objet d'intenses discussions, menées notamment dans les années 60 et 70 par des auteurs comme Brunner et Meltzer (1968) ou encore Tobin (1969), mais ont depuis été largement relégués – à tort – à l'arrière-plan. Un contrôle du taux d'intérêt du marché monétaire n'implique donc pas de contrôle direct du taux d'intérêt (nominal et réel) du marché des capitaux, car l'évolution et les perturbations du marché monétaire et des marchés financiers déterminent le rapport entre ces deux taux. Dans la pratique de la politique monétaire, nul ne contestera que cela corresponde à la réalité, ce qui rend le rapport entre la politique monétaire (taux d'intérêt du marché monétaire) et la demande globale de l'économie beaucoup moins transparent que ne le suggère le modèle standard de Svensson. Dès lors, le marché monétaire ne se laisse plus rattacher – tel un simple appendice – à un modèle de détermination de l'inflation et de la production qui ne dépend pas de lui, comme c'est le cas chez Svensson.

b. Equation de substitution pour la détermination de l'inflation

L'analyse de Svensson repose sur une équation de l'ajustement de l'inflation qui détermine le taux d'inflation essentiellement à partir du taux d'inflation et de l'écart de demande de la période précédente. Une autre formulation du processus de détermination de l'inflation, qui semble a priori tout aussi légitime, explique les ajustements du niveau des prix et de l'inflation à partir de l'écart entre la détention effective de monnaie et la détention réelle et souhaitable à long terme de celle-ci ou, en d'autres termes, à partir de l'«écart des prix» tel qu'il est défini par le symbole P^* . Il faut certes reconnaître que cette équation de l'ajustement des prix ne repose sur aucun fondement micro-économique incontesté. Cependant, il en va de même des équations alternatives qui concernent l'ajustement des prix, notamment de la courbe de Phillips qui joue un rôle privilégié chez Svensson

et dans les modèles macro-économiques standards. Dans le sens de la tradition théorique, ces deux méthodes ont des mérites comparables et la méthode alternative dont il est question ici reflète même mieux l'opinion théorique traditionnelle (et relativement facile à transmettre au public) selon laquelle l'inflation constitue un phénomène fondamentalement monétaire. Selon cette dernière formulation, la masse monétaire et la demande de monnaie exercent une action directe sur la prévision de l'inflation et, partant, sur la formulation de la politique monétaire. L'observation empirique selon laquelle les agrégats monétaires peuvent réellement contribuer dans une importante mesure à l'optimalisation des prévisions de l'inflation milite également en faveur de cette formulation de substitution (cf. par exemple: Jordan 1999).

c. Simultanéité entre le taux d'intérêt, la masse monétaire et la demande de biens et effets stabilisateurs automatiques d'une politique de la masse monétaire

L'analyse de Svensson repose sur une succession spécifique d'événements au cours desquels la banque centrale détermine le taux d'intérêt de la période en cours et influe par ce biais sur la demande globale, le niveau de production et la masse monétaire de la période suivante ainsi que sur le taux d'inflation deux périodes plus tard. À l'exception de la politique monétaire et des influences perturbatrices courantes, tout est déterminé d'avance pour la période en cours. La politique monétaire pour la période t est donc effectivement la politique monétaire pour la période $t+1$ (et $t+2$). Ce modèle ne permet pas de tempérer les effets d'une perturbation (non anticipée) de la demande pendant la période t exercés sur le niveau de production de cette période. Le choix par la banque centrale d'un taux d'intérêt pour la période t n'exerce aucun effet pendant cette période, ni sur le marché des biens ni sur le marché monétaire. Par conséquent, il serait par exemple possible de doubler le taux d'intérêt en vigueur pendant la période t sans que cela ne perturbe en quoi que ce soit les conditions du marché monétaire pendant cette période, car tous les effets ne se feront sentir qu'à partir de la période $t+1$.

Est-il judicieux d'analyser les processus de politique monétaire à l'aide de modèles excluant la simultanéité du taux d'intérêt, de la masse monétaire et des chocs de la demande à l'intérieur d'une même période? À mon sens, il est permis d'en douter, que ce soit pour des modèles annuels ou même trimestriels.

D'un point de vue fondamental, les décisions relatives aux taux d'intérêt restent également des décisions relatives aux quantités de liquidités ou aux quantités de monnaie. Une spécification appropriée du marché monétaire et de la politique monétaire devrait être à même d'exprimer d'une façon ou d'une autre ce rapport de simultanéité.

C'est d'ailleurs ce que fait, dans une très large mesure, l'analyse traditionnelle de la politique monétaire. De fait, toute l'analyse initiée par Poole (1970) concernant l'alternative entre les stratégies de masse monétaire et les stratégies de taux d'intérêt dans la politique monétaire repose précisément sur cette simultanéité et sur les divers effets de stabilisateurs automatiques qu'elle entraîne pour ces deux types de stratégie. Dans un modèle permettant une certaine simultanéité dans la détermination du taux d'intérêt, de la masse monétaire et de la demande globale (ce qui n'exclut pas l'existence d'autres rapports différés de cause à effet), l'institut d'émission peut choisir son «instrument» – à l'opposé de la méthode de Svensson – en utilisant soit un taux d'intérêt, soit un agrégat monétaire. Dans le premier cas, il doit (comme chez Svensson) laisser aux forces du marché le soin de déterminer la masse monétaire, dans le second cas le soin de déterminer le taux d'intérêt. Comme chacun sait, l'avantage d'une stratégie de la masse monétaire réside, selon Poole, précisément dans le fait que lorsque la masse monétaire est fixée, la hausse du taux d'intérêt provoquée automatiquement par une augmentation de la demande globale exerce elle-même un effet stabilisateur sur la demande, ce qui n'est pas le cas lorsque le taux d'intérêt est fixé par l'institut d'émission. À l'inverse, dans le cas d'une perturbation d'ordre monétaire, c'est bien entendu une stratégie de taux d'intérêt qui sera la plus avantageuse.

Il existe donc certaines conditions selon lesquelles une politique de fixation de la masse monétaire est préférable à une politique de fixation du taux d'intérêt. Il est clair que, dans de tels cas, la politique optimale est celle qui permet à la masse monétaire et à la demande de monnaie de jouer leur rôle. Or, le cadre de l'analyse de Svensson exclut a priori la possibilité de tels effets. La structure du modèle sur lequel il base ses réflexions ne permet en aucun cas de discuter une politique de fixation de la masse monétaire et ses avantages selon Poole. En effet, pour Svensson, l'unique instrument politique dont dispose la banque centrale est le taux d'intérêt et non la masse monétaire.

Il faut souligner que cette problématique n'a rien à voir avec le fait que la plupart des instituts d'émission utilisent un taux du marché monétaire et non un agrégat monétaire comme instrument dans la mise en œuvre de leur politique. En ce qui concerne le taux d'intérêt qui apparaît dans le modèle macro-économique standard retenu par Svensson, il convient de ne pas l'interpréter comme un taux du marché monétaire mais comme un taux du marché des capitaux, car c'est lui qui détermine en partie la demande globale. Or, le taux du marché des capitaux n'est pas plus un instrument direct de la politique de la banque centrale que les agrégats monétaires dans un sens large ; il constitue plutôt, comme ces derniers, une variable déterminée de manière endogène par un processus de contrôle monétaire en relation étroite avec les instruments appropriés. Si nous argumentons au même niveau d'abstraction que le modèle macro-économique standard retenu par Svensson, nous sommes en droit, pour simplifier, de considérer aussi bien la masse monétaire que le taux du marché des capitaux comme des instruments, et ce que l'institut d'émission agisse ou non par le biais d'un taux du marché monétaire au niveau opérationnel (non modélisé ici). Il s'agit ici bien plutôt de savoir si et dans quelles conditions la banque centrale est en mesure, en axant sa politique sur la masse monétaire, d'apporter à cette politique un élément stabilisateur qui resterait sinon sans effet. D'entrée de jeu, en excluant une telle possibilité lors de la formulation de son modèle, Svensson fait pencher sa discussion en défaveur de la monnaie.

*d. Incertitudes quant au taux d'intérêt réel
«naturel»*

Aujourd'hui, les divers modèles de la politique monétaire partent en général du principe que la banque centrale n'a aucune difficulté à utiliser ses instruments de façon à réaliser «en moyenne» (c'est-à-dire en l'absence de facteurs perturbateurs) ses objectifs. Dès lors, l'unique critère appliqué pour l'évaluation de processus alternatifs est la minimisation des fluctuations des variables choisies comme cible autour de cette valeur moyenne, c'est-à-dire, dans le cas d'un objectif d'inflation, la minimisation des variations du taux d'inflation autour de l'objectif d'inflation fixé. Les discussions relatives à la politique monétaire sont donc dominées par des réflexions visant à la stabilisation de court terme. Je pense toutefois que, dans la pratique de la politique monétaire, le principal problème consiste le plus souvent à trouver des voies assurant que le taux

d'inflation tendanciel ne s'écarte pas du sentier objectif fixé. Ainsi, dans le cas d'une stratégie de masse monétaire, le problème principal consistera, étant donné l'incertitude de l'évolution et de la stabilité de la demande de monnaie, à trouver le «bon» taux de croissance tendanciel de la masse monétaire, c'est-à-dire le taux compatible avec le taux d'inflation visé. La difficulté d'une telle tâche est souvent alléguée comme motif principal de renoncer à une stratégie de la masse monétaire. On passe néanmoins relativement souvent sous silence que les processus alternatifs, notamment dans le cas d'un objectif d'inflation, impliquent un problème tout à fait comparable et potentiellement aussi difficile à résoudre.

Un objectif direct d'inflation présente bien sûr l'avantage – tout comme chaque processus qui prend vraiment au sérieux l'objectif de stabilité des prix – d'empêcher l'inflation de s'éloigner durablement du chemin menant à l'objectif fixé, un tel comportement entraînant inévitablement tôt ou tard la prise de mesures monétaires correctives. Toutefois, l'un des défis principaux de la politique monétaire consiste également à nous éviter de suivre – même momentanément – un mauvais chemin. Plus les dérapages seront découverts et corrigés rapidement, plus les écarts correspondants resteront minimes et de courte durée et plus les mesures correctives nécessaires pourront être modérées. Les propos relatifs aux objectifs directs d'inflation, y compris ceux de Svensson, supposent généralement que les décideurs économiques (et les autres agents de la vie économique) connaissent exactement le niveau du taux d'intérêt réel «naturel». Celui-ci est utilisé en permanence comme point de repère pour la détermination du taux d'intérêt servant d'instrument à l'institut d'émission. Le taux d'intérêt réel naturel est le taux qui maintient le marché des biens en parfait équilibre en l'absence de perturbations, c'est-à-dire qui génère une demande de biens égale à la production potentielle et qui garantit un écart entre le PIB réel et potentiel égal à zéro. Une mauvaise évaluation du taux d'intérêt naturel entraîne une détermination erronée du taux d'intérêt qui sert d'instrument à l'institut d'émission, c'est-à-dire une politique monétaire inadéquate, du moins par rapport à celle qui devrait être réalisée conformément à la stratégie de l'objectif direct d'inflation.

Le maintien d'une différence de taux d'un demi, voire d'un pour cent pendant une certaine durée peut être lourde de conséquences pour la politique monétaire. Or, qui sait exactement si la véritable valeur du taux d'intérêt réel naturel est aujourd'hui de 2%,

2,5%, 3% ou autre? Ce taux est également délicat à déterminer à partir de l'observation de telle ou telle donnée économique. Je suis convaincu qu'une enquête parmi les experts en la matière révélerait la très grande incertitude qui règne à ce sujet. Etant donné que les discussions concernant les objectifs directs d'inflation ignorent en général une telle source d'erreurs, cette stratégie est présentée sous un jour trop favorable par rapport à celle qui attribue à la masse monétaire un rôle de premier ordre en tant qu'indicateur. Une comparaison appropriée devrait se fonder sur des bases de discussion comparables.

Conclusion

En déduire pour autant que la stratégie de la BCE est inefficace uniquement parce qu'elle attribue à l'évolution de la masse monétaire un rôle de premier plan me semble constituer une conclusion un peu rapide et qui, sous cette forme, n'est pas justifiée. La critique de Svensson dépend fortement du modèle considéré, qui correspond certes, sous certains aspects, au modèle macro-économique standard, mais qui est également très spécifique sous d'autres aspects et est donc peu adapté à l'analyse du processus décisionnel et effectif de la politique monétaire. Il y a encore de bonnes raisons, à mes yeux, d'attribuer à la monnaie un rôle de premier plan dans le cadre d'une politique monétaire axée fondamentalement sur un objectif d'inflation ou de stabilité des prix. A vrai dire, qu'une telle stratégie s'appuie sur l'un ou l'autre de ces deux «piliers» situés côte à côte, comme c'est le cas de la BCE, ou qu'elle se base simplement sur un indicateur considéré comme essentiel pour l'évaluation précise des perspectives d'inflation – ce qui apparaît comme plus approprié d'un point de vue purement logique – est selon moi relativement secondaire. Quoi qu'il en soit, partant de cette perspective, la stratégie de la BCE me paraît somme toute parfaitement défendable et ne mérite pas la critique massive qui lui est adressée en raison de l'importance qu'elle accorde à l'évolution de la masse monétaire.

3 La stratégie de la BCE en comparaison avec un objectif de masse monétaire

La stratégie de la BCE a également été soumise à des considérations critiques et à une évaluation détaillée de la part de partisans de l'objectif de masse monétaire. Un groupe d'économistes intervenant en Allemagne sous le nom d'EMU-Monitor (P. Artus, E. Bomhoff, J. von Hagen, M.J.M. Neumann et A. Penati) a notamment fait part, dans divers communiqués de presse, de sa position vis-à-vis de la politique et de la stratégie de la BCE. Lors de leur première déclaration, faite en été 1998,⁸ ces observateurs, qui argumentent dans la tradition du monétarisme et de la politique monétaire de la Banque fédérale d'Allemagne, ont recommandé à la BCE une stratégie axée sur un objectif d'inflation à moyen terme et impliquant pour sa réalisation une politique de contrôle de la masse monétaire (objectif de masse monétaire) s'inscrivant dans le prolongement de l'ancienne pratique de la Banque fédérale.

Il se conçoit aisément que ces observateurs ne reprochent pas à la BCE, contrairement à de nombreux partisans de l'objectif direct d'inflation, de considérer l'évolution de la masse monétaire comme un élément important de sa stratégie. Bien au contraire, les critiques exprimées au sujet de la formulation de cette stratégie se concentrent sur le fait que la BCE se soit décidée non pas clairement en faveur d'un pur objectif de masse monétaire, mais pour un mélange. Dans les recommandations données dans le cadre de sa première déclaration, le groupe avait exprimé sa réprobation vis-à-vis d'une stratégie mixte en arguant qu'une telle stratégie jetait la confusion dans les esprits en mélangeant les responsabilités et en compliquant le contrôle des performances. Ce reproche me semble toutefois injustifié, du moins sous une forme aussi générale. De fait, un mélange de deux stratégies distinctes pourrait avoir de telles conséquences si ces deux stratégies étaient contradictoires et incompatibles dans leurs objectifs. Si leurs objectifs sont les mêmes cependant et si ces deux stratégies sont fondamentalement compatibles, les conséquences pourront être tout autres: un objectif de masse monétaire a au fond la même cible d'inflation que l'objectif direct d'inflation lui-même. Dans de telles conditions, les deux stratégies ne sont aucunement en contradiction.

Les observateurs de l'EMU-Monitor semblent finalement être également parvenus à cette conclusion: tout compte fait, la stratégie annoncée de la BCE

8 EMU-Monitor: Press Statement No. 1, Center for European Integration Studies, 9 July 1998.

est suffisamment proche de leur stratégie idéale, pour leur permettre de la saluer dans leur deuxième déclaration de décembre 1998 et de l'approuver à nouveau dans leur troisième déclaration de juin 1999.⁹ La valeur de référence de la croissance de M_3 aurait la même fonction que l'objectif de masse monétaire de la Banque fédérale, à savoir l'ancrage de l'inflation et des perspectives d'inflation. Tout comme l'objectif de masse monétaire de la Banque fédérale, cette valeur reposerait sur des hypothèses relatives à la croissance tendancielle du revenu réel et à la vitesse de circulation de la monnaie. Les observateurs de l'EMU-Monitor recommandent toutefois à la BCE de remplacer la valeur de référence ponctuelle de la croissance de M_3 par une marge de référence. En raison des incertitudes concernant le cadre dans lequel la BCE doit opérer, il s'imposerait à l'avenir de vérifier et, au besoin, d'adapter cette valeur de référence. Dans le cas où cela s'avérerait nécessaire, la BCE ne devra pas reculer devant une telle adaptation, mais devra en exposer les raisons de manière convaincante.

Le groupe de l'EMU-Monitor a un peu trop tendance à revendiquer les stratégies de la BCE en les assimilant à un «objectif de masse monétaire de facto» et à reléguer le deuxième «pilier» de cette stratégie, à savoir l'importance accordée aux perspectives d'inflation, au rang d'accessoire à caractère purement décoratif. En inversant les choses, une telle attitude n'est pas sans rappeler celle de Svensson qualifiant l'objectif de masse monétaire («flexible») d'objectif d'inflation de facto («objectif d'inflation déguisé»). L'une et l'autre de ces attitudes sont bien entendu, jusqu'à un certain point, tout à fait justifiées. Elles prouvent néanmoins surtout que dans la pratique, un objectif de masse monétaire «raisonné» et un objectif d'inflation correspondant ne sont pas aussi éloignés l'un de l'autre qu'il n'y paraît souvent dans les discussions de fond menées à un niveau théorique. Il conviendrait ainsi de mettre un terme aux polémiques entre ces deux positions menées avec une ardeur quasi religieuse.

Tout comme les opposants appartenant au camp de l'objectif direct d'inflation, le groupe de l'EMU-Monitor déplore le manque de transparence et de possibilité de contrôle («accountability») qui a caractérisé jusqu'ici la politique de la BCE. Par ses critiques, il semble néanmoins surtout vouloir exprimer que, jusqu'à présent, la BCE n'a pas toujours agité de manière optimale dans sa politique de communication, sans pour autant établir de rapport direct avec la stratégie de politique monétaire de la BCE (comme le fait Svensson) ni exiger la mise en œuvre de mesures institutionnelles telles que la publication des procès-verbaux des séances et des comportements individuels de vote.

4 Transparence et obligation de rendre compte

La politique monétaire de la BCE manque-t-elle de transparence et les dispositions obligeant à rendre compte au public sont-elles insuffisantes? Un grand nombre de critiques ont adressé des reproches de ce type à la BCE. Ces reproches sont soit mis directement en relation avec les moyens de politique monétaire choisis par la BCE, soit considérés indépendamment de ces derniers comme la conséquence de dispositions institutionnelles insuffisantes.

Il ne fait aucun doute que la transparence et l'obligation de rendre compte constituent des éléments d'une importance absolument essentielle pour la politique monétaire. Ce point fait pratiquement l'unanimité parmi les participants au débat relatif à la politique de la BCE. L'obligation de rendre compte est le pendant nécessaire de l'indépendance de la banque centrale et joue un rôle décisif dans la légitimation démocratique de sa politique. Aussi bien l'indépendance de la banque centrale que l'obligation de rendre compte impliquent indubitablement la définition d'un objectif précis et d'une tâche explicite en matière de politique de la banque centrale. La banque centrale est indépendante en ce qui concerne la réalisation de la tâche qui lui a été attribuée et son obligation de rendre compte se rapporte à la réalisation de cette même tâche. La transparence des décisions de politique monétaire renforce la compréhension de cette dernière par le public, réduit les incertitudes et accroît ainsi son efficacité. Elle conditionne également l'efficacité de l'évaluation et du contrôle de la politique de la banque centrale. De bons comptes rendus et une forte transparence rendent la politique monétaire crédible. Ils incitent vigoureusement la banque centrale à faire tout ce qui est en son pouvoir pour axer sa politique sur les objectifs qui lui ont été imposés et pour réaliser ces objectifs dans toute la mesure du possible. Si tel est le cas des banques centrales en général, cela vaut tout particulièrement pour une nouvelle monnaie et une nouvelle banque centrale, qui ne reposent encore sur aucune tradition et ne bénéficient donc d'aucune crédibilité basée sur celle-ci.

Mais que signifient concrètement «transparence» et «dispositions à rendre compte»? L'interprétation de ces éléments et de leurs implications en matière d'institution et de moyens d'action est actuellement l'objet de discussions parfois assez vives. De divers côtés, la BCE se voit reprocher en termes relativement violents un manque de transpa-

9 EMU-Monitor: Press Statement No. 2 and 3, Center for European Integration Studies, 17 December and 2 June 1999.

rence et de disposition à rendre compte. Les participants à ces discussions se distinguent toutefois les uns des autres par le sens qu'ils donnent à leur critique. Nombreux sont ceux qui font preuve de sectarisme et qui parfois s'orientent trop fortement sur différents modèles nationaux de banque centrale. En revanche, certaines réflexions mériteraient d'être considérées davantage.

Dans quelle mesure les critiques de la BCE peuvent-ils lui reprocher un manque de transparence et de disposition à rendre compte? Quelles sont les conséquences qui en découlent et comment convient-il de les évaluer? C'est à ces questions que je me propose de répondre dans le présent chapitre.

Fondements de la critique

Les membres du groupe de l'EMU-Monitor déjà mentionné précédemment sont ceux qui vont le moins loin dans leur critique. Dans leur troisième déclaration de juin 1999, ils reprochent certes à la BCE un manque crucial de transparence mais se réfèrent au premier chef d'une part aux déclarations parfois contradictoires de divers représentants de la BCE quant au rôle du taux de change dans la politique monétaire européenne et d'autre part à la justification de l'abaissement des taux d'avril 1999, peu convaincante à leur avis. La critique se concentre en premier lieu sur les carences de la politique de communication sans pour autant placer cette dernière dans une relation de cause à effet avec l'action de politique monétaire de la BCE, cette action recueillant bien au contraire l'approbation quasi générale du groupe. Aux yeux de ce dernier, le principe de la transparence exige pour l'essentiel une politique monétaire cohérente à long terme, mise en œuvre sur une base claire et compréhensible pour le public et compatible avec la mission confiée à la banque centrale. Une telle exigence implique pour une grande part un cadre d'argumentation cohérent pour l'analyse et la communication de la politique monétaire. Le groupe souligne à juste titre que cette position de base est plus importante que des mesures spécifiques comme la publication des procès-verbaux des séances. Une politique monétaire clairement formulée et facile à communiquer ainsi que l'apparition fréquente de représentants de la BCE en public constituent aux yeux du groupe un outil efficace pour la réalisation de cette tâche. Le groupe reste en revanche sceptique vis-à-vis d'exigences telles que celles se rapportant à la publication des procès-verbaux des séances, des comportements individuels de vote des membres du conseil de la BCE et des prévi-

sions d'inflation. Il semble donc approuver pour l'essentiel les moyens d'action et les mesures institutionnelles choisis par la BCE mais critique néanmoins la mise en œuvre des tâches imparties, du moins celle se rapportant à la communication pendant les six premiers mois de la BCE, et ne considère pas la politique monétaire de celle-ci comme convaincante sur tous les plans. De fait, ce reproche ne me paraît pas complètement injustifié. Dans le même temps, il convient cependant d'ajouter qu'aucune banque centrale au monde n'est – et ne sera jamais – entièrement à l'abri de ce type d'erreur.

Svensson est celui qui va le plus loin dans sa critique. De fait, il est le seul à mettre en relation le manque de transparence et de comptes rendus avec sa condamnation de la «stratégie monétaire des deux piliers» choisie par la BCE et qu'il considère comme une politique monétaire inefficace en comparaison avec un objectif direct d'inflation. Une stratégie «obscur» et inefficace entraînerait obligatoirement l'opacité de la politique monétaire et constituerait une entrave à des comptes rendus efficaces. Comme il a déjà été exposé dans le chapitre 2, Svensson présente l'objectif de prévision de l'inflation proposé par lui comme une procédure optimale de la politique monétaire et considère la stratégie de la BCE comme inefficace. Il lui reproche en effet d'accorder une importance primordiale à une variable qui n'a selon lui aucune signification pour la politique monétaire, à savoir la masse monétaire M_3 , en en faisant l'un des deux piliers de sa politique monétaire et de ne pas vouloir utiliser le pilier de prévision de l'inflation, que Svensson considère pourtant comme essentiel, qu'à un niveau interne et non dans le cadre de sa communication avec l'extérieur. Toutefois, en interprétant avec suffisamment de souplesse les objectifs de masse monétaire et les valeurs de référence de cette dernière, il serait également possible de procéder à la formulation et à la présentation d'une politique monétaire efficace en passant par la masse monétaire. Une telle démarche serait néanmoins inutilement complexe et fatalement obscure et inefficace sur le plan de la communication.

J'ai déjà expliqué dans le chapitre 2 pourquoi je tiens cette approche comme étant trop étriquée – car portée par une confiance quasi aveugle dans un modèle économique particulier – et pourquoi je la considère comme indéfendable d'un point de vue général. Par ailleurs, Svensson s'oriente – tout comme Buiter, dont je vais examiner maintenant la critique – très fortement sur les moyens d'action de politique monétaire récemment retenus comme

modèle par le gouvernement britannique pour la Banque d'Angleterre et également utilisés sous une forme similaire par la Sveriges Riksbank, la banque centrale suédoise. Il reprend les exigences formulées dans le cadre de ce modèle au sujet de la publication des procès-verbaux des séances du comité directeur de la banque centrale, des votes individuels des membres de ce comité et enfin des prévisions de l'inflation sur lesquelles reposent les décisions de ce dernier. Il emprunte à Tabellini (1998) l'exigence d'un contrôle renforcé de la BCE par le Parlement européen.

Un autre critique de la BCE depuis fort longtemps est Willem H. Buiter (1999) qui, en tant que membre du Monetary Policy Committee de la Banque d'Angleterre, souhaiterait voir pour l'essentiel une BCE calquée exactement sur le modèle de la Banque d'Angleterre. À part le fait qu'il ne met pas sa critique en liaison directe avec la stratégie de politique monétaire de la BCE, Buiter argumente exactement comme Svensson et préconise les mêmes mesures et procédures institutionnelles calquées sur celles de la Banque d'Angleterre; mesures et procédures qu'il convient selon lui de mettre en œuvre de toute urgence si l'on ne veut pas mettre en péril l'Union monétaire et l'euro.

Dans ce qui suit, je me propose d'aborder une à une les principales critiques et propositions de modification des moyens d'action énoncées et d'exposer ma position par rapport à chacune d'elles.

L'objectif d'inflation de la BCE est-il assez clairement défini?

L'indépendance de la banque centrale ainsi que l'efficacité des comptes rendus et du contrôle des performances monétaires impliquent que la banque centrale se fixe un objectif précis pour sa politique. Cet objectif a déjà été imposé en termes formels par le statut de la BCE tel qu'il est défini dans le traité de Maastricht. De fait, l'objectif prioritaire qui a été retenu consiste à garantir la stabilité des prix dans la zone euro. Mais qu'entend-on concrètement par «stabilité des prix»? La BCE a d'abord défini cet objectif comme une «hausse de l'indice harmonisé des prix à la consommation dans la zone euro inférieure à deux pour cent par rapport à l'année précédente» tout en précisant que sa réalisation devait être envisagée à moyen terme. Une telle précision montre bien qu'un pilotage précis de l'inflation est impossible à court terme et que, par conséquent, l'institut d'émission doit accepter jusqu'à un certain degré – compte tenu également de sa tâche subsidiaire consistant à soute-

nir la politique économique générale – la fluctuation du taux d'inflation autour de l'objectif fixé. En ne fixant pas l'objectif symétriquement aux alentours de zéro, la définition prend en compte le fait que, en raison des améliorations de la qualité des biens et à des distorsions statistiques, le taux d'inflation mesuré dépasse toujours quelque peu la valeur «réelle» du renchérissement.

L'expression «inférieure à 2%» ayant donné à certains observateurs l'impression que la BCE ne considérerait aucune valeur plancher dans la formulation de son objectif, même si une telle interprétation est visiblement incompatible avec la tâche fixée par le traité de Maastricht et donc de toute évidence inconcevable, le BCE a précisé ultérieurement qu'il convenait de l'interpréter comme étant «supérieure à 0 et en deçà de 2%». Néanmoins, même si cette précision a suffi à élucider, pour la plupart des observateurs, la question de la mise en œuvre adéquate de l'objectif fixé, certains critiques la considèrent encore comme déficiente. Ainsi, Buiter lui reproche de ne pas spécifier explicitement si l'objectif visé est «symétrique» ou «asymétrique», de ne pas déterminer la position exacte de l'objectif «central» visé (exactement au milieu de cette marge de fluctuation ou à une autre position) ou encore de ne pas mentionner s'il s'agit tout simplement d'une «zone d'inactivité» à l'intérieur de laquelle la BCE ne voit aucune raison de réagir. Il se demande en outre si un indice des prix différent de celui choisi par la BCE ne serait pas plus approprié. Des objections similaires sont également formulées par Bofinger (1999).

Cette critique est à mes yeux assez mesquine et difficilement compréhensible. En effet, si la politique monétaire européenne ne donne lieu à aucune incertitude substantielle à part celle de la position exacte visée par la BCE dans une fourchette entre 0 et 2% et celle de la conception symétrique ou asymétrique de cette marge de fluctuation, nous aurons toutes les raisons d'être satisfaits. D'ailleurs, toute banque centrale dispose d'une telle latitude dans ses formulations. De même, les problèmes relatifs au choix de l'indice des prix se posent pour chaque formulation d'objectif et pour chaque stratégie et ne sont donc pas spécifiques à la BCE.

La critique de Buitier laisse constamment transparaître un plaidoyer en faveur d'un système monétaire calqué sur le modèle de la Grande-Bretagne, système dans lequel la Banque d'Angleterre ne dispose que d'une indépendance au niveau de la mise en œuvre et où l'objectif d'inflation lui est imposé par le gouvernement, à savoir actuellement un objectif symétrique de 2,5%. (L'indépendance au niveau de la mise en œuvre est encore limitée par une clause en vertu de laquelle le gouvernement peut l'abroger dans des «conditions économiques extrêmes»). Buitier omet cependant de considérer qu'un tel objectif pouvant être modifié chaque année par les autorités politiques dans un sens très difficile à prévoir par les opérateurs du marché, sa précision et son degré de contrainte sont donc, à long et à moyen terme, nettement en deçà de ceux d'un objectif de «stabilité des prix» imposé par la constitution ou par un traité international. Pour cette raison, un tel système est à mon sens nettement inférieur en ce qui concerne la clarté et le caractère obligatoire de l'objectif formulé.

La BCE devrait-elle publier les procès-verbaux de ses séances?

La question de savoir si – et sous quelle forme – la BCE devrait publier les procès-verbaux des séances de son Conseil fait actuellement l'objet d'intenses discussions. Je trouve de telles discussions surprenantes, car elles reposent presque exclusivement sur des querelles de mots. Notamment divers partisans d'un l'objectif direct d'inflation comme Svensson, Buitier et d'autres revendiquent avec force la publication de ces documents (avec un certain décalage). Ici également, la Banque d'Angleterre mais aussi d'autres institutions importantes qui satisfont sous une forme ou sous une autre à cette exigence, tels le Système fédéral de réserve des États-Unis ou la Banque du Japon, sont considérées comme les modèles à suivre. La BCE, quant à elle, refuse de se plier à cette exigence.

En règle générale, c'est une publication des procès-verbaux sans citation des prises de position qui est préconisée, afin de tenir compte de l'argument selon lequel les délibérations perdraient sinon tout leur sens, les véritables débats ayant alors lieu dans d'autres cadres et les séances officielles ne devenant plus que de simples plates-formes pour la lecture de déclarations «préfabriquées» à l'adresse du public. Les procès-verbaux publiés devraient être le reflet des principales réflexions et argumentations formulées et informer sur la façon dont les résolutions ont été prises (y compris sur le comportement de vote de chaque membre, point sur lequel nous reviendrons par la suite). Une publication sous cette forme n'entraverait en rien la liberté des débats lors des séances.

Il ne fait aucun doute que si une banque centrale souhaite satisfaire aux exigences de transparence et de responsabilité, elle doit pouvoir justifier ses décisions de politique monétaire de manière claire et transparente et être apte à les défendre vis-à-vis du public. Si elle désire rester efficace dans sa politique et dans la communication de cette dernière, elle doit en outre agir dans le cadre d'une stratégie conséquente et cohérente dans le temps. L'évaluation de la situation peut être marquée par des incertitudes et des points de vue divergents. En outre, les alternatives qui ont été l'objet de discussions peuvent être exposées, de même que les réflexions qui ont joué un rôle déterminant pour les résolutions finales. En cas de doutes substantiels, il ne convient en aucun cas de feindre une certitude absolue.

Toutefois, une telle exigence peut tout aussi bien être satisfaite dans des rapports mensuels et d'autres publications et déclarations que par la publication de procès-verbaux de séance. Issing (1999) relève à juste titre que «davantage de mots» ne signifie pas toujours «davantage d'informations» et que les conférences de presse mensuelles du président de la BCE qui suivent immédiatement les séances du Conseil de la BCE, en plus des rapports mensuels de la BCE et de leurs informations, livrent exactement ce que les critiques revendiquent sous le nom de «summary minutes». Selon lui, les arguments sur lesquels reposent les décisions de la BCE y sont présentés en détail et donc soumis au débat public.

Je partage cet avis. En principe, la forme sous laquelle ces informations sont livrées ne devrait jouer qu'un rôle secondaire. Du reste, il convient de considérer que les procès-verbaux officiels tels que ceux du Monetary Policy Committee de la Banque d'Angleterre sont édités une première fois et vérifiés par les

participants avant leur publication, et que ceux du Federal Open Market Committee des États-Unis ne sont que des résumés très généraux des discussions menées. Il ne saurait donc être question de véritables «procès-verbaux» et encore moins de reproduction textuelle. On pourrait même prétendre à juste titre qu'il s'agit presque d'un double jeu consistant à brouiller les pistes en qualifiant de tels documents de procès-verbaux («minutes») pour mieux simuler une transparence qui n'est pas vraiment réelle.

Sur ce point, je perçois la position de Buiter comme très intégriste et marquée par une forte tendance à ne considérer comme juste que sa propre variante institutionnelle (ici la solution britannique) - en n'hésitant pas, à l'occasion, à présenter cette pratique, qui n'a en fin de compte qu'un ou deux ans et n'a donc pas encore eu l'occasion de faire ses preuves, comme reposant sur une longue et solide tradition. La confusion entraînée par le dernier relèvement des taux de la Banque d'Angleterre en septembre 1999 prouve d'ailleurs clairement que le modèle de communication britannique n'accomplit pas non plus les miracles que Buiter lui attribue. La politique de communication du Système fédéral de réserve des États-Unis, l'un des instituts d'émission les plus riches en traditions et, ces derniers temps, également l'une des plus performants, montre également à intervalles réguliers à quel point il est difficile de satisfaire dans la pratique aux exigences d'une politique monétaire transparente et à quel point quelques mots de trop peuvent parfois perturber les esprits au lieu de les éclairer.

Publication des votes des membres du Conseil de la BCE?

L'exigence traitée au point précédent est étroitement liée à celle de publier les votes individuels des membres du Conseil à la suite des résolutions de ce dernier. Ces deux propositions sont généralement formulées d'un seul souffle. Ici aussi, la Banque d'Angleterre, le Système de réserve et récemment la Banque du Japon se voient attribuer un rôle de modèle.

Bien entendu, les motifs se situent cette fois-ci à un niveau légèrement différent. Les principales revendications visent ici à la responsabilité individuelle des membres du Conseil, par opposition à la philosophie de la responsabilité collective préférée par la BCE (Issing 1999). Conformément à une telle philosophie, le Conseil, qui prend ses décisions en tant qu'institution collégiale, est également responsable en tant que tel vis-à-vis du public, ce qui est

incompatible avec l'idée d'une responsabilité individuelle de ses membres. D'une façon ou d'une autre, les responsabilités individuelles ne peuvent être manifestes dans un comité collectif poursuivant un objectif unitaire.

Le principal argument invoqué par les partisans d'une responsabilité individuelle des membres du Conseil est une motivation accrue de ces derniers pour prendre les décisions qui s'imposent et donc l'optimisation des décisions collectives. Un tel argument est certes valable en soi, mais je suis d'accord avec Issing (1999) lorsqu'il déclare que la publication des votes individuels ne peut vraiment remplir cette fonction que lorsqu'elle révèle pour chaque argument l'identité de son auteur et le détail de son raisonnement, c'est-à-dire lorsque les procès-verbaux sont publiés en mentionnant le nom de chaque intervenant. Selon Issing, il est impossible, dans le cas contraire, d'interpréter et d'évaluer correctement les comportements de vote. Et comme même les plus fervents partisans de la publication des minutes sont opposés à ce que soit nommés les intervenants (et pour de bonnes raisons), la revendication perd tout fondement.

Toutefois, le principe de collégialité pourrait également avoir l'avantage de garantir une plus grande résistance contre les risques de comportements populistes, consistant à éviter la prise de décisions impopulaires. Ces risques pourraient revêtir une importance toute particulière notamment dans le cadre de l'Union monétaire européenne - encore fortement marquée par l'appartenance aux états et aux traditions nationales. En fin de compte, ce qui apparaît comme primordial pour la politique monétaire, c'est la bonne compréhension des réflexions et des décisions sur lesquelles elle se base et non pas la divulgation de noms et de comportements lors des votes.

Publication des prévisions d'inflation?

L'un des reproches les plus souvent adressés à la BCE est qu'elle ne publie ses «perspectives d'inflation» que de manière très générale et peu précise et surtout qu'elle ne communique pas explicitement ses prévisions d'inflation internes ni les fondements et la méthodologie sur lesquelles celles-ci s'appuient. L'évaluation des perspectives d'inflation constituant cependant un pilier de sa stratégie, la BCE devrait également être en accord avec ses principes et veiller sur ce point à une plus ample ouverture de sa politique d'information, ce qui devrait notamment impliquer la publication de ses prévisions d'inflation. Ce n'est qu'à cette condition que les observateurs de la politique de la BCE pourraient être en mesure d'évaluer si les performances de cette politique sont simplement le résultat d'un coup de chance ou de malchance ou d'une bonne ou mauvaise politique (Buiter). Conformément à ses prémisses d'objectif de prévision de l'inflation, Svensson est lui aussi particulièrement strict dans cette exigence. Sur ce point, il constate à juste titre qu'il s'agit ici en premier lieu de prévisions d'inflation conditionnelles, c'est-à-dire de prévisions basées sur la détermination d'une certaine évolution du taux d'intérêt et donc sur une certaine ligne de politique monétaire. Selon lui, ce sont notamment les prévisions d'inflation supposant un taux d'intérêt inchangé par rapport à la période actuelle («unchanged-interest-rate forecasts») qui sont décisives lorsqu'il s'agit de déterminer si la banque centrale devrait procéder ou non à une modification des taux: selon ce point de vue, un changement de cap de la politique monétaire s'impose à chaque fois que les prévisions d'inflation ainsi établies s'écartent de l'objectif d'inflation fixé. Svensson souligne que de telles prévisions sont essentielles non seulement pour les résolutions internes de la BCE, mais également pour sa communication avec l'extérieur et la compréhension de sa politique par le public. Une fois de plus, il renvoie à l'exemple des banques centrales qui s'orientent sur le modèle d'un objectif direct d'inflation dans la pratique de leur politique monétaire.

La BCE rejette de telles requêtes en arguant que la publication de prévisions d'inflation n'améliorerait ni la transparence, ni la clarté de sa politique: en effet, celle-ci n'est pas basée sur un objectif direct d'inflation et ne poursuit pas d'«objectif d'inflation opérationnel» plus ou moins comparable à l'objectif d'inflation de la Banque d'Angleterre, mais repose sur sa propre «stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité». A ses yeux, les prévisions d'inflation ont

certes un rôle à jouer dans cette stratégie mais uniquement en tant que contribution à l'évaluation des perspectives d'inflation, c'est-à-dire de l'un des deux piliers de sa stratégie. Or, la publication de prévisions d'inflation spécifiques pourrait suggérer qu'une influence extrême leur est attribuée et donc entraîner une certaine confusion concernant la stratégie effectivement poursuivie (Issing 1999).

Sur ce point, je suis d'accord pour l'essentiel avec ceux qui critiquent la BCE, les arguments de la banque ne me convainquant pas vraiment. Bien entendu, la politique monétaire d'une banque centrale – même d'une banque centrale poursuivant explicitement un objectif d'inflation – ne peut reposer sur une seule et unique prévision d'inflation dérivée d'un modèle statistique et économique privilégié. En raison de l'incertitude dans laquelle nous sommes au sujet de la structure des relations statistiques à considérer, une telle démarche serait beaucoup trop risquée. Toutefois, rien ne semble s'opposer à la publication de prévisions d'inflation, c'est-à-dire d'éléments qui contribuent à l'évaluation générale des perspectives d'inflation. C'est justement en exposant les fondements de ces prévisions et les hypothèses sur lesquelles elles reposent que l'on pourra expliquer et souligner le rôle limité de chacune d'elles dans l'ensemble de l'évaluation et de la stratégie. Il convient de procéder ici de la même façon que pour la croissance de M_3 et sa valeur de référence, celle-ci étant au fond considérée elle aussi comme une simple prévision d'inflation axée sur le moyen terme. Cela n'implique pas pour autant que l'on doive obligatoirement condenser toutes les informations significatives en une seule valeur (prévision) et n'exclut pas que l'on accorde une importance primordiale (selon moi à juste titre) en premier lieu aux prévisions à long et à moyen terme. Du reste, lorsque les prévisions d'inflation ont un très haut degré d'incertitude, il convient d'en tenir compte tout comme des chiffres relatifs à la croissance de M_3 , c'est-à-dire de la manière la moins mécanique possible. En ce sens, je pense que la BCE peut et doit publier ses prévisions d'inflation et faire part des fondements sur lesquels elles reposent. Pourvue des explications nécessaires au sujet de l'utilisation et du rôle de ces prévisions dans la stratégie de politique monétaire, une telle démarche serait tout à fait apte à contribuer à la transparence et à la compréhension de cette politique.

Certes, Issing (1999) n'a pas tout à fait tort lorsqu'il reproche aux critiques de la BCE de considérer la publication des prévisions d'inflation comme un

critère trop exclusif du principe de transparence et de responsabilité. Cependant, il exagère en estimant que les publications sont obligatoirement néfastes et en présentant les choses comme s'il était pratiquement impossible d'atteindre le degré de relativisation et de qualification nécessaire à l'interprétation adéquate d'une prévision d'inflation, entièrement à l'inverse du problème tout à fait comparable de la valeur de référence de la croissance de M_3 . Tout aussi exagérée est sa crainte que les prévisions d'inflation basées sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt inchangé pourraient engendrer une certaine confusion, émettre des signaux erronés et saper la crédibilité de la politique monétaire parce qu'elles peuvent s'écarter – de par leur nature – de l'objectif d'inflation visé. Je ne comprends pas pourquoi l'argumentation suivante devrait spécialement entraîner la confusion: «Pour un taux d'intérêt inchangé, le taux d'inflation devrait s'inscrire à $x\%$. Cette valeur étant supérieure (inférieure) à notre objectif d'inflation de $y\%$, nous nous voyons dans l'obligation de resserrer (relâcher) les rênes de la politique monétaire». Ce type d'argumentation est exactement celui auquel nous devons recourir pour formuler une stratégie de la masse monétaire. Répétons le, nous utilisons pour une stratégie de masse monétaire la croissance de cette dernière en tant que simple prévision d'inflation axée sur le moyen terme.

Si je peux faire preuve d'une certaine compréhension à l'égard du peu d'empressement de la BCE à publier des prévisions d'inflation, c'est tout au plus parce que dans l'environnement monétaire de l'UEM nouvellement créé et éventuellement encore quelque peu instable, les prévisions d'inflation sont naturellement très difficiles à établir et caractérisées par un très haut degré d'incertitude. Mais un tel argument s'applique aussi à la détermination d'une valeur de référence adéquate pour la croissance de M_3 et, avec les modifications et les transpositions qui s'imposent, mutatis mutandis, pour toute autre stratégie possible et imaginable de la BCE.

Les dispositions destinées à permettre à la BCE de rendre compte sont-elles insuffisantes?

Divers critiques considèrent une plus forte participation du Parlement européen à la détermination et au contrôle de la politique monétaire européenne comme souhaitable. Un tel souhait se base sur la nécessité d'une plus forte responsabilité de la BCE vis-à-vis des institutions légitimées démocratiquement et, partant, vis-à-vis de la société européenne.

Tabellini (1998) a formulé différentes propositions tendant à imposer à la BCE, via le Parlement européen, une stratégie de politique monétaire axée sur un objectif direct d'inflation, c'est-à-dire à retirer des mains de la BCE les décisions portant sur la stratégie à suivre en matière de politique monétaire pour la confier aux politiciens. Par ce moyen, il désire pour l'essentiel conférer à la politique monétaire européenne un cadre institutionnel correspondant à celui de la Banque d'Angleterre. Ces propositions sont également appuyées par Buiter et par Svensson. A ce propos, Buiter pense à la création d'une commission composée par exemple de membres du Parlement européen et de la Cour de justice européenne, qui pourraient faire des recommandations à caractère obligatoire déterminant les mesures de politique monétaire à mettre en œuvre par la BCE. Pour ma part, je pense que la création d'une telle commission abrogerait un facteur primordial de l'indépendance attribuée à la BCE dans les statuts de cette dernière et serait incompatible avec l'esprit du traité de Maastricht, et cela même si Tabellini cherche à éluder ce problème d'un point de vue formel en envisageant d'imposer sa proposition par voie institutionnelle, via une convention entre le SEBC et le Parlement européen (mais néanmoins «at the initiative and insistence of the European Parliament»).

Cette proposition minerait à mon avis le traité de Maastricht et ferait de l'indépendance de la BCE une véritable farce. Certes, je partage en général l'opinion selon laquelle le Parlement européen devrait s'affirmer et être renforcé dans son rôle. Toutefois, la politique monétaire me semble être – indépendamment de l'attribution des compétences fixées dans le traité de Maastricht – l'un des secteurs les plus inadéquats qui soient pour la réalisation d'un tel dessein. Un Parlement européen sans véritables compétences, exception faite de la politique monétaire, n'est pas à mon avis souhaitable.

5 Que peuvent nous enseigner les discussions en cours sur les procédures de politique monétaire de la BCE?

La quasi totalité des points soulevés lors des discussions en cours sur l'action de politique monétaire de la BCE revêtent une signification générale et présentent un grand intérêt non seulement pour la BCE, mais pour la politique menée par les banques centrales dans leur ensemble. Dans le cas de la Suisse, nombre de ces questions ont une importance essentielle dans le contexte de la révision actuelle des dispositions constitutionnelles relatives à la monnaie et de la loi sur la Banque nationale. Dans le présent chapitre, je me propose de résumer les conclusions que je crois pouvoir tirer de ces discussions pour la politique monétaire en général et donc également pour la politique monétaire suisse.

– Les discussions montrent tout d'abord que non seulement chez les représentants de la BCE mais également parmi ses critiques dans le camp des partisans d'un objectif direct d'inflation, pratiquement tous s'accordent à penser que la politique monétaire doit donner priorité à un objectif de stabilité des prix ou à un objectif d'inflation – celui-ci devant être, pour la quasi majorité des participants aux discussions, compatible au moins approximativement avec la stabilité des prix – et que, par ailleurs, un rôle subsidiaire peut être attribué à la stabilisation de l'économie réelle (limitation des fluctuations de la production et de l'emploi). La différence essentielle entre ces deux niveaux d'objectifs est clairement formulée par Svensson: alors que la banque centrale détermine par sa politique aussi bien la tendance de l'inflation, c'est-à-dire la valeur moyenne du taux d'inflation à long terme, que les fluctuations du taux d'inflation autour de cette valeur moyenne, elle n'est pas en mesure d'influer sur l'évolution tendancielle de la production et de l'emploi. Celle-ci est définie par l'économie réelle, la politique monétaire contribuant uniquement à déterminer les fluctuations de ces variables autour de leur position tendancielle. Cela montre bien que le niveau des prix est l'unique valeur sur laquelle la politique monétaire – et seulement elle – peut influencer à long terme, alors qu'elle est en mesure d'agir à court terme également sur la pro-

duction et l'emploi. De là résulte la hiérarchie évoquée précédemment au sujet des tâches attribuées à la politique monétaire: la stabilité des prix en tant que tâche prioritaire et la stabilisation de l'économie réelle en tant qu'objectif supplémentaire subsidiaire. J'ai pu constater dans l'ensemble de la littérature relative à cette question qu'un très large consensus régnait à l'heure actuelle sur ce sujet.

– La controverse qui oppose les partisans d'un l'objectif direct d'inflation, d'un objectif de masse monétaire et de la stratégie mixte de la BCE me semble prendre des proportions excessives à plusieurs égards. Je ne veux pas dire pour autant que les résultats sont toujours les mêmes, quelle que soit la stratégie menée, le présent rapport montrant d'ailleurs clairement que j'ai mes préférences. Il est vrai néanmoins que les différences entre toutes ces stratégies – dans la mesure où celles-ci sont mises en œuvre intelligemment et avec la souplesse nécessaire et qu'elles prennent suffisamment en compte l'environnement dans lequel elles opèrent – ne sont pas aussi importantes qu'il peut y paraître de prime abord dans les discussions de principe menées au niveau théorique. Les particularités intellectuelles et les prétentions à l'originalité jouent dans ces polémiques un rôle qu'il convient de ne pas négliger.

Personnellement, j'estime que les points essentiels qui détermineront finalement le succès ou l'échec de la mise en œuvre de la politique monétaire sont liés aux questions suivantes:

– la politique monétaire de la banque centrale prend-elle vraiment au sérieux l'objectif de stabilité des prix ? (contrairement aux années 60 et 70, c'est aujourd'hui heureusement le cas de pratiquement toutes les banques centrales importantes)

– la banque centrale s'appuie-t-elle dans sa politique sur une stratégie claire et cohérente dans le temps, c'est-à-dire sur un modèle de pensée pour ses travaux d'analyse et sa communication?

– Je ne partage pas l'idée selon laquelle la masse monétaire constitue une variable dénuée de toute signification et qu'elle ne devrait donc jouer aucun rôle dans la formulation et la communication de la politique monétaire, que son utilisation constitue en outre une entrave à la transparence de la politique monétaire et devrait par conséquent être condamnée. Une telle idée me semble souffrir fortement d'une dépendance par rapport à un modèle particulier et n'est donc pas convaincante d'un point de vue général. A mon avis, les arguments qui persistent à accorder un rôle important à la masse monétaire sont jusqu'ici de loin les plus convaincants.

– Les prévisions d’inflation peuvent contribuer de manière importante à la formulation et à la communication de la politique monétaire. Cela n’est aucunement en contradiction avec l’utilisation, pour la croissance de la masse monétaire, d’une valeur de référence comme celle qu’utilise la BCE et qui sert en définitive elle aussi à une prévision de l’inflation axée sur le moyen terme. Dans ce contexte, il convient naturellement de spécifier le rôle des prévisions d’inflation et de l’expliquer au public avec autant de soin que celui de la masse monétaire et de sa valeur de référence. Toutefois, il serait selon moi naïf de croire que le recours à l’objectif de prévision de l’inflation résout de manière automatique tous les problèmes de la politique monétaire. Un objectif de prévision de l’inflation est en effet tout aussi délicat et difficile à mettre en œuvre que les autres stratégies de politique monétaire.

– La transparence et la responsabilité de la politique monétaire constituent des éléments essentiels du succès. La quasi totalité des participants aux discussions sont d’accord sur ce point. Jusqu’à présent toutefois, je n’ai toujours pas pu me convaincre que la publication des procès-verbaux de séances et des votes individuels des membres des organes de décision de la banque centrale était importante à cet égard. A mon sens, il s’agit là de discussions détournées de leur sens premier et empreintes d’un certain manichéisme.

– Ce qui apparaît essentiel, c’est que la politique monétaire et ses décisions soient clairement exposées et étayées, et ce sous quelque forme que ce soit. C’est finalement ni plus ni moins le succès de la politique monétaire, mesuré par rapport aux objectifs fixés, qui est décisif, et donc le choix d’un processus de décision qui ne conduise pas à des erreurs systématiques. Il est clair cependant qu’aucune banque centrale et aucun processus de mise en œuvre ne passeront l’épreuve du temps sans aucune erreur.

– Je suis convaincu qu’il faut préférer une description suffisamment précise des tâches de la banque centrale dans la constitution ou un traité international et associée à la garantie de l’indépendance de l’institut d’émission dans la poursuite de ces tâches, à l’imposition chaque année par le gouvernement d’un objectif (par exemple un objectif d’inflation), qui sera moins précis et moins «transparent» pour le public. Le modèle britannique, qui répartit de cette façon les compétences de la politique monétaire, ne me semble pas constituer une amélioration par rapport au modèle de l’UEM ancré dans le traité de Maastricht, bien au contraire. Ce qu’il ne faudrait en aucun cas accepter serait une réglementation qui non seulement donnerait au Parlement un rôle dans l’obligation de rendre compte assumée par la banque centrale (ce qui est justifié), mais conférerait au législatif un droit de codécision dans le choix des processus de politique monétaire (ce qui minerait entièrement le principe d’indépendance de la banque centrale et entraînerait une politisation de la politique monétaire).

6 Autres problèmes de l'UEM et du SEBC

Les procédures de politique monétaire choisies par la BCE sont l'objet de discussions intenses et parfois de vives critiques. Il convient toutefois de se demander si c'est vraiment là que résident les dangers réels courus par l'UEM et l'euro, comme ces discussions le suggèrent parfois. Je ne le pense pas. Evidemment, il est certain que de nombreuses améliorations restent encore à réaliser au niveau des processus de politique monétaire. Sans aucun doute, la mise en œuvre de la politique monétaire dans la phase initiale – par nature très incertaine – d'une union monétaire de cette ampleur constitue une tâche extrêmement complexe qui revêt un caractère de défi. Je pense cependant que la BCE est bien armée pour s'acquitter d'une telle tâche et que les processus de politique monétaire qu'elle a choisis constituent une base acceptable qui lui permettront d'en venir à bout. Je crois en revanche que les véritables risques qu'encourt l'UEM, susceptibles dans le pire des cas de menacer son succès ou même sa survie, résident toujours là où moi-même et de nombreux observateurs les avons perçus dès le départ, à savoir dans le rapport entre le progrès de l'intégration monétaire et celui de l'intégration économique en général et surtout de l'intégration politique.¹⁰ De fait, il s'agit ici essentiellement de risques politiques. La mesure dans laquelle la communauté des pays participants est apte à maîtriser ces risques ne sera visible qu'à moyen et à long terme et ne peut être évaluée aujourd'hui que de manière très limitée.

Je me propose dans le présent chapitre d'évoquer brièvement certains autres aspects qui ont été l'objet de commentaires critiques dans le cadre des discussions relatives à l'UEM et à la BCE. Ces aspects concernent moins les processus de politique monétaire choisis par la BCE elle-même que les structures institutionnelles et constitutionnelles imposées par le traité de Maastricht. Ils se caractérisent donc dans une très large mesure par leur composante politique. On considérera les points suivants:

- la répartition des compétences dans la politique des changes;
- le degré de centralisation du SEBC;
- les tâches de «prêteur de dernier recours» au sein de l'Union monétaire;
- le rapport entre l'intégration monétaire et politique en général.

¹⁰ Cf. notamment Baltensperger et Jordan (1993), Baltensperger (1995, 1996).

La répartition des compétences dans la politique des changes

Comme on le sait, l'article 109 du traité de Maastricht donne au Conseil des ministres de l'UE les compétences qui lui permettent d'influer sur la politique des changes. Concrètement, l'alinéa 1 de l'article 109 confère au Conseil des ministres le droit de conclure des conventions formelles relatives à un système de taux de change pour l'euro (à l'unanimité) et de procéder à des modifications de la parité centrale dans un tel système (à la majorité qualifiée). De telles décisions doivent être précédées d'une consultation avec la BCE «in an endeavour to reach a consensus consistent with the objective of price stability». Si aucun système de taux de change n'a été institué (c'est-à-dire en cas de taux de change flottant), l'alinéa 2 de l'article 109 confère au Conseil des ministres le droit de fixer, à la majorité qualifiée et après consultation de la BCE, des lignes générales de conduite («general orientations») pour la politique de change vis-à-vis des autres monnaies. Il est certes bien spécifié que ces lignes de conduite ne doivent en aucun cas menacer l'objectif prioritaire de la stabilité des prix («these general orientations shall be without prejudice to the primary objective of the ESCB to maintain price stability») mais, par ailleurs, il n'est pas précisé qui décide si et à partir de quand une telle menace existe réellement.

On sait également que la politique monétaire et la politique des changes reflètent deux aspects des mêmes décisions. Dans un système de libre échange des capitaux, ces deux politiques sont indissociables l'une de l'autre: la politique monétaire détermine toujours la politique de change et vice versa. Or, en attribuant les compétences monétaires à la BCE et en confiant partiellement les rênes de la politique de change au Conseil des ministres de l'UE, le traité de Maastricht présente une incohérence patente. En laissant le champ libre à une action directe du secteur politique sur la politique monétaire de la BCE et en créant une zone de tensions potentielles entre ce secteur et la BCE, une telle situation constitue une menace incontestable tout du moins pour ce qui concerne la crédibilité de l'indépendance de la BCE en matière de politique monétaire.

Divers observateurs ont aussitôt attiré l'attention sur cette déficience du traité de Maastricht.¹¹ Incontestablement, une modification de ces dispositions et une répartition cohérente des compétences en matière de politique monétaire serait souhaitable et salutaire pour la crédibilité de la BCE et de sa politique. Elle s'avère cependant difficilement réalisable en raison de la modification du traité de Maastricht qu'elle implique. Cette déficience s'étend du reste aux dispositions constitutionnelles de nombreux pays, notamment de la Suisse.

Dans les pays reconnaissant clairement la compétence de la banque centrale en matière de politique monétaire et dans lesquels la priorité accordée à la stabilité des prix fait l'objet d'un large consensus populaire, une telle situation n'est normalement génératrice d'aucun conflit réel. Dans une union monétaire constituée d'un grand nombre d'États souverains parfois très différents politiquement et économiquement, une telle situation reste cependant une source de tension non dénuée de risques potentiels. Sur ce point, il suffit par exemple de penser aux propos tenus par l'ancien ministre français de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, M. Strauss-Kahn, ou encore par l'ancien ministre des Finances allemand, M. Lafontaine, pendant la phase de lancement de l'UEM au début de 1999.

Le degré de centralisation du SEBC

Le degré excessif de décentralisation au sein du SEBC, de même que l'insuffisance de l'influence exercée par l'organisme central, c'est-à-dire la BCE, ont déjà été critiqués à maintes reprises, le système attribuant en effet aux six membres du Directoire de la BCE ainsi qu'aux onze gouverneurs des banques centrales nationales des pays participant à l'UEM un siège au sein de son organe de décision en matière de politique monétaire, le Conseil de la BCE. Selon ces critiques, une telle décentralisation constitue une menace pour l'efficacité et le succès de la politique monétaire. Des comparaisons sont établies avec la période initiale du Système fédéral de réserve fédérale des États-Unis. Ainsi, Eichengreen (1992) souligne que la politique monétaire de cette institution a souffert, pendant sa phase initiale (1913-33) marquée par une structure décentralisée similaire, d'une trop grande orientation sur les exigences régionales, ce qui a conduit en 1933 à une correction et à un renforcement de l'influence du siège central. Depuis, sept représentants du Board of Governors et cinq des douze gouverneurs des Federal Reserve Banks régionales siègent au sein de son organe de décision, le FOMC, ce qui garantit au siège central une nette suprématie.

Il est néanmoins impossible de savoir avec certitude si les problèmes auxquels la politique monétaire américaine était à l'époque confrontée doivent vraiment être attribués à cette structure ou s'ils découlaient d'autres facteurs (crise économique mondiale, compréhension généralement limitée par rapport à aujourd'hui de la théorie et de la pratique des mécanismes de politique monétaire).

Il est néanmoins vrai que l'arrangement institutionnel européen actuel – qui était sans aucun doute politiquement inévitable pour la création de l'UEM et qui, pour cette raison, ne pourra sans doute pas être modifié à brève échéance – présente le risque de voir les perspectives nationales de la politique monétaire jouer un rôle excessif lors des délibérations et éventuellement lors des résolutions. Ce risque devrait surtout devenir manifeste chaque fois que l'intégration politique et l'intégration monétaire entreront en conflit.

¹¹ Cf. notamment Baltensperger et Jordan (1993), p. 74.

«Prêteur de dernier recours» au sein de l'Union monétaire

Un certain lien peut également être établi entre la structure décentralisée du SEBC et le rôle fréquemment évoqué de «prêteur de dernier recours» dans une union monétaire composée de plusieurs Etats souverains. Le rôle du SEBC dans les «prêts de dernier recours» n'est pas mentionné dans le traité de Maastricht, ce qui est critiqué par divers observateurs. Actuellement, le rôle de «prêteur de dernier recours» devrait être assuré au niveau national par les banques centrales, ce qui pousse Buiter à exiger (1999) le transfert explicite à la BCE des responsabilités relatives à la stabilité du marché financier dans la zone euro pour l'ensemble du système en évoquant explicitement le rôle de «prêteur de dernier recours». Il constate certes que le traité de Maastricht n'évoque pas la prise en charge de cette tâche par la BCE mais qu'il ne l'exclut pas non plus, ce qui l'amène à réclamer les éclaircissements qui s'imposent.

Derrière de telles revendications se profile la crainte de voir la zone euro trop vulnérable face aux crises financières, la BCE n'ayant toujours pas défini explicitement le rôle qu'elle entend jouer à ce propos et la mise en œuvre des décisions en période de crise menaçant d'être trop molle et trop lente en raison du grand nombre de banques centrales concernées.

Il ne fait aucun doute que la BCE, en tant que banque centrale compétente, doit veiller à ce qu'aucune crise de liquidités ne touche la zone monétaire qu'elle contrôle et à ce que toute menace soit écrasée dans l'œuf. Cela implique bien entendu que la BCE et le SEBC soient conscients de leurs responsabilités et prévoient plusieurs scénarii dans ce sens. Je ne vois cependant pas pourquoi le SEBC ne serait pas apte à s'acquitter d'une telle tâche dans sa structure actuelle. A ce propos également, il convient de considérer qu'en cas de «prêts de dernier recours», l'annonce trop explicite et trop généreuse de mesures d'aide en situation de crise n'est pas sans danger. En effet, le cas échéant, elle augmente elle-même les risques inhérents au système contribuant ainsi à la vulnérabilité du secteur financier face aux crises (moral hazard). Pour cette raison, le SEBC devrait certes se préparer comme il se doit à cette tâche mais éviter à l'inverse tout dispositif de défense trop institutionnalisé et annoncé à grand bruit. Une séparation entre le niveau national de surveillance et de contrôle d'une part et la politique monétaire commune à l'échelle européenne – y compris les «prêts de dernier recours» – d'autre part, pourrait s'avérer bénéfique afin d'éviter le problème de «moral hazard».

Le principal risque de l'UEM: l'intégration monétaire dans le cadre de l'hétérogénéité politique et de la souveraineté des Etats

Les risques réels que courent l'UEM et la politique monétaire de la BCE découlent du fait que l'intégration politique est en Europe à la traîne par rapport à l'intégration monétaire. L'instauration d'une politique monétaire commune au sein d'un système caractérisé par de multiples centres de décision politiques constitue de fait une entreprise particulièrement osée. L'UEM est composée de onze Etats souverains (et peut-être plus dans les années à venir) qui ont décidé de transférer au niveau communautaire leur souveraineté nationale dans un des secteurs clés de la politique économique, à savoir la politique monétaire. Sont-ils vraiment prêts à s'y tenir à long terme et à accepter toutes les conséquences économiques et politiques qui en découlent? Telle est la question essentielle qui sera finalement déterminante pour le succès et la survie de l'UEM. En effet, le succès et la viabilité d'une union monétaire impliquent certaines conditions.

L'adaptation ne pouvant être effectuée par le biais du taux de change, l'Union monétaire nécessite d'autres formes de flexibilité pour maîtriser ses déséquilibres économiques internes. Dans le cas idéal, cela implique un marché du travail souple et une main d'œuvre mobile, conditions qui sont jusqu'à présent trop rarement réalisées en Europe et qui doivent donc être fortement développées. Il convient notamment d'empêcher qu'au lieu de cela, une pression ne se manifeste en faveur d'une plus grande répartition et davantage de transferts à l'intérieur de l'Union ou encore d'une politique sociale et d'une politique de l'emploi à l'échelon européen. De même, l'ancrage de la stabilité de la monnaie et de la politique financière doit encore être renforcé durablement dans tous les Etats participants. Une politique monétaire axée sur la stabilité implique une politique budgétaire solide et conçue sur le long terme. Si celle-ci n'est pas assurée, les appels revendiquant une plus grande répartition et davantage de transferts à l'intérieur de l'UEM se feront rapidement entendre et la BCE devra faire face à une pression croissante réclamant une politique monétaire plus expansive.

Les divergences entre les théories de politique économique et les situations économiques et politiques initiales des États membres sont telles, notamment en ce qui concerne le chômage ou le degré d'endettement, qu'elles peuvent facilement donner lieu à des tensions et à des épreuves de force. C'est exactement dans un tel contexte que les risques décrits précédemment pourraient se manifester. En ce sens, l'homogénéité insuffisante des pays participants constitue vraisemblablement le plus grand risque de l'Union monétaire. Pour cette raison, la capacité de la politique à tirer les leçons des expériences passées et l'aptitude des institutions économiques à s'ouvrir aux réformes sont absolument décisives pour le succès et la survie de l'UEM. Aujourd'hui, nous ne pouvons qu'espérer que ces deux conditions soient réalisées de manière suffisante.

A cet égard, l'élargissement à l'est de l'Union européenne devrait également avoir des retombées importantes. Ce dernier est en effet impensable et pratiquement irréalisable sans la réadaptation des structures internes de l'Union. Cette réadaptation impliquera à son tour, de manière quasi inévitable, une modification des structures de l'Union monétaire et du SEBC, ce qui ne sera pas forcément fait pour faciliter la conduite d'une politique monétaire européenne commune en raison de l'hétérogénéité probable des pays participants. Cette évolution politiquement vraisemblable présente pour l'Union monétaire et pour l'euro – quel que soit le soin que la direction de la BCE apporte à l'accomplissement de sa tâche et le succès qu'elle remporte dans la réalisation de ses objectifs – un risque considérable sur lequel elle n'a pratiquement aucune prise et qui pourrait jeter une ombre sur l'euro pendant longtemps.

Bibliographie

Baltensperger, E., «Die Einführung der einheitlichen europäischen Währung», In: Hummel R. (ed.) *Ein Markt – eine Währung*, Signum Verlag, Wien, 21–27, 1995.

Baltensperger, E., «Die Europäische Währungsunion und ihre Bedeutung aus der Perspektive der Schweiz», *Aussenwirtschaft*, Heft II, 197–221, 1996.

Baltensperger, E. und Jordan, Th., *Die Schweiz und die Bestrebungen zur Bildung einer Europäischen Währungsunion*, Berner Beiträge zur Nationalökonomie, Band 65, Verlag Paul Haupt, Bern, 1993.

Bernanke, B., Laubach, Th., Mishkin, F., Posen, A., «Inflation Targeting», Princeton University Press, 1999.

Blinder, A., «Central Banking in Theory and Practice», MIT Press, Cambridge and London, 1998.

Bofinger, P., «Die Geldpolitik der EZB: Anspruch und Wirklichkeit», EWU-Monitor, Deutsche Bank Research, Nr. 76, 1999.

Brunner, K. und Meltzer, A.H., «Liquidity Traps for Money, Bank Credit, and Interest Rates», *Journal of Political Economy* 76 (1), 1–37, 1968.

Brunner, K. und Meltzer, A.H., «The Nature of the Policy Problem». In: Brunner K. (eds.), *Targets and Indicators of Monetary Policy*, San Francisco, 1969.

Buiter, W.H., «Alice in Euroland», CEPR Policy Paper No. 1, 1999.

Debelle, G., Masson, P., Savastano, M., Sharma, S., «Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy», *Economic Issues* 15, International Monetary Fund, 1998.

Eichengreen, B., «Designing a Central Bank for Europe: A Cautionary Tale from the Early Years of the Federal Reserve System». In: Canzoneri, M.; Grilli, V.; Masson, P. (eds.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the U.S.*. Cambridge University Press, 1992.

EMU-Monitor, Press Statements No. 1, July 9, 1988, No. 2, December 17, 1998, No. 3, June 2, 1999, Center for European Integration Studies, University of Bonn.

Banque centrale européenne, divers bulletins mensuels.

Institut monétaire européen, «La politique monétaire unique en phase III. Documentation générale sur les instruments et procédure de la politique monétaire du SEBC», septembre 1998.

Friedman, B.M., «Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics* 1(4), 443–73, 1975.

Friedman, M., «A Program for Monetary Stability», Fordham University Press, New York, 1959.

Friedman, M., «The Role of Monetary Policy», *American Economic Review* 58 (1), 1–17, 1968.

Issing, O., «The Eurosystem: Transparent and Accountable», CEPR Policy Paper No. 2, 1999.

Jordan, Th., «Inflationsprognosen mit VAR-Systemen», Schweizerische Nationalbank, 1999.

Niehans, J., «Theory of Money», Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1978.

Poole, W.M., «Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macromodel», *Quarterly Journal of Economics* 84 (2), 197–216, 1970.

Svensson, L., «Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets», *European Economic Review* 41, 1111–1146, 1997.

Svensson L. «Inflation Targets as a Monetary Policy Rule», CEPR Discussion Paper Series, No. 1998, 1998.

Svensson, L., «Monetary Policy Issues for the Eurosystem», CEPR Discussion Paper Series, No. 2197, 1999.

Tabellini, G., «Inflation Targeting and the Accountability of the European Central Bank», statement prepared for a hearing organized by the Subcommittee on Monetary Affairs, European Parliament, January 6, 1998.

Tobin, J., «A General Equilibrium Approach to Monetary Theory», *Journal of Money, Credit and Banking* 1 (1), 15–29, 1969.

Relèvements de la marge de fluctuation du Libor à trois mois

Tenant compte des dangers inflationnistes croissants, la Banque nationale a relevé la marge de fluctuation du Libor à trois mois d'un demi-point, le 3 février, et de trois quarts de point, le 23 mars. Elle l'a ainsi portée à 2,5%–3,5%.

Entrée en vigueur, le 1^{er} mai 2000, de la loi sur l'unité monétaire et les moyens de paiement

Le délai référendaire ayant pris fin le 20 avril 2000, sans avoir été utilisé, le Conseil fédéral a décidé de mettre en vigueur, le 1^{er} mai 2000, la loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement (LUMMP). Les Chambres fédérales avaient adopté la LUMMP à la session d'hiver 1999 (voir Bulletin trimestriel no 4/1999, p. 81).

Avec l'entrée en vigueur de la LUMMP, le rattachement du franc à l'or est aboli au niveau de la loi également. L'abolition définitive, dans la législation fédérale, de l'obligation pour la Banque nationale de rembourser les billets de banque en or et de la parité-or du franc permet en outre d'abroger l'arrêté du Conseil fédéral du 29 juin 1954 concernant le cours légal des billets de banque et la suppression de leur remboursement en or ainsi que l'arrêté du Conseil fédéral du 9 mai 1971 fixant la parité-or du franc. La LUMMP régit toutes les questions d'intérêt public concernant l'unité monétaire et les moyens de paiement ayant cours légal. En effet, elle définit l'unité monétaire de la Suisse, les moyens de paiement ayant cours légal et l'obligation, pour un créancier, d'accepter ceux-ci en paiement, remplace intégralement la loi sur la monnaie et reprend les dispositions qui, dans la loi sur la Banque nationale, régissent les billets de banque. L'ordonnance révisée sur la monnaie entre en vigueur en même temps que la LUMMP.

Editeur

Banque nationale suisse
Division économique
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

Composition

typolitho ag, Zurich

Impression

Druck-Zentrum Tages-Anzeiger, Zurich

Copyright

Reproduction autorisée avec indication de la source
Copie souhaitée

Abonnements

Le Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse paraît en langues française (ISSN 1423-3797) et allemande (ISSN 1423-3789). On peut s'y abonner à l'adresse suivante: Zürichsee Zeitschriftenverlag, Postfach, Seestrasse 86, CH-8712 Stäfa, téléphone 01 928 56 16, téléfax 0848 80 55 20

Prix

Fr. 25.- (étranger: fr. 30.-) par an
Pour les abonnés au Bulletin mensuel de statistiques économiques:
fr. 15.- (étranger: fr. 20.-) par an
Prix pour la Suisse, TVA comprise (2,3%)
Compte postal 80-148-3

Internet

<http://www.snb.ch>

