

Possibilités et limites d'une politique monétaire anticyclique face à la conjoncture

Comment interagissent la politique monétaire, la stabilité des prix et la conjoncture? Quelles sont les possibilités et les limites de la politique monétaire pour stabiliser l'économie réelle? Ces questions sont récemment revenues sur le devant de la scène. La dégradation de la situation lors de la crise économique et financière, la reprise hésitante qui s'est ensuivie, le chômage élevé et la situation difficile des finances publiques dans de nombreux pays ont, notamment, alimenté les discussions sur la contribution de la politique monétaire au redressement de l'économie réelle.



En temps normal, la BNS met en œuvre sa politique en influençant les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire. Pendant la crise économique et financière, elle a toutefois dû faire usage de moyens non conventionnels.

Photo: Keystone

Le lien entre la politique monétaire et la conjoncture est clairement exprimé dans la loi sur la Banque nationale, qui définit les tâches de la Banque nationale suisse (BNS) dans son art. 5. L'objectif principal de la politique monétaire étant d'assurer la stabilité des prix, la BNS doit tenir compte de l'évolution de la conjoncture. La stratégie adoptée en matière de politique monétaire détermine la façon dont ce mandat s'exécute¹. Pour la BNS, la stabilité des prix est garantie si la variation de l'indice des prix à la consommation (IPC) est inférieure à 2%. Un recul prolongé des prix est aussi considéré comme incompatible avec la stabilité des prix.



Attilio Zanetti
Responsable de l'unité
d'organisation
Conjoncture, Banque
nationale suisse (BNS)

Un consensus international sur la conception de la politique monétaire

Sur le plan international, les stratégies des principales banques centrales présentent de nombreux points communs. Les connaissances théoriques et empiriques actuelles ont, en effet, abouti à un large consensus sur la conception de la politique monétaire²:

1. À moyen et à long terme, la politique mo-

nétaire ne peut agir que sur des variables nominales, telles que les agrégats monétaires, les prix et les taux d'intérêt nominaux³. De ce fait, les banques centrales contribuent au mieux à la prospérité en assurant un ancrage nominal, à savoir la stabilité des prix.

2. À court terme, la politique monétaire influe sur l'économie réelle, autrement dit la conjoncture⁴.

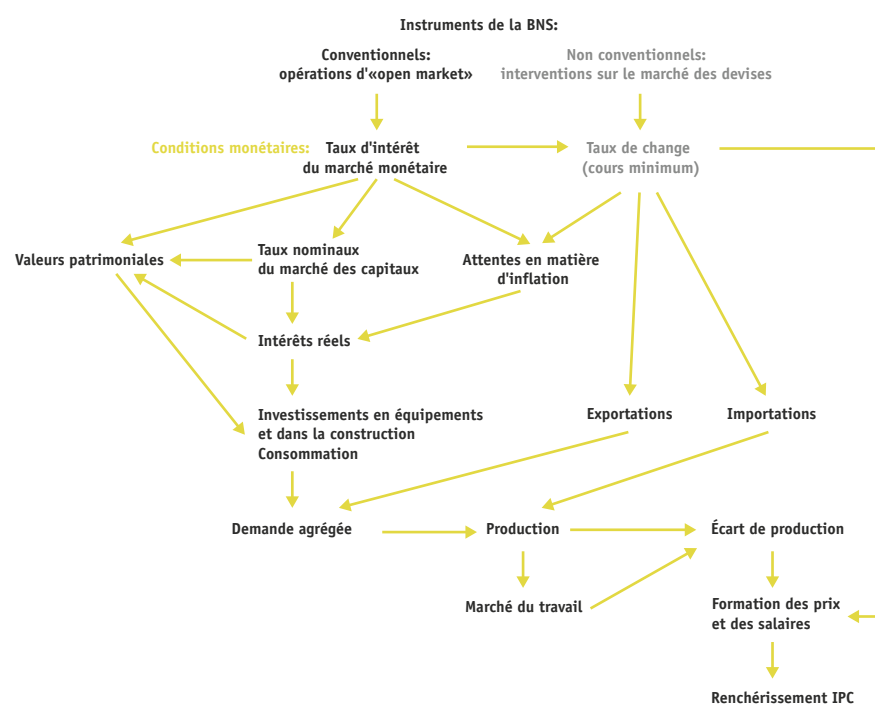
Ces deux aspects débouchent, cependant, sur un conflit fondamental: les banques centrales peuvent poursuivre à court terme des objectifs liés à l'économie réelle qui seraient incompatibles avec la stabilité des prix à moyen terme. Pour prévenir les incohérences de ce type, le consensus international prévoit un autre élément essentiel: les banques centrales doivent s'engager de manière explicite et crédible à poursuivre la stabilité des prix.

La politique monétaire en temps normal

Le graphique 1 présente de manière simplifiée le mécanisme de transmission de la

Graphique 1

Mécanisme de transmission de la politique monétaire



Source: BNS / La Vie économique

politique monétaire. À l'aide de leurs instruments, les banques centrales agissent sur les conditions monétaires dans le but ultime d'assurer la stabilité des prix⁵.

En temps normal, la BNS met en œuvre sa politique en influençant les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire. Au niveau opérationnel, elle fixe une marge de fluctuation pour le Libor à trois mois. En définissant les conditions pour les opérations d'«open market» – soit le volume de liquidités proposé et le prix correspondant – pour le système bancaire, la BNS peut influencer les taux du marché à la hausse ou à la baisse. Toute modification affecte la courbe des taux à plus long terme. La politique monétaire provoque ainsi des variations des taux d'intérêt nominaux et réels sur le marché des capitaux.

Le niveau des taux d'intérêt réels affecte le comportement des entreprises et des ménages. S'ils sont bas, ils stimulent l'octroi de crédits, les investissements et les dépenses de consommation. Une politique monétaire accommodante pousse également le prix des actifs à la hausse. En effet, l'attrait des actions est, en général, stimulé par une hausse anticipée de la demande, donc des bénéfices des entreprises. Cette évolution des valeurs patrimoniales stimule la demande agrégée. Le degré d'assouplissement de la politique mo-

nétaire se reflète également dans les anticipations d'inflation. En période de récession, une politique monétaire expansionniste tend à prévenir un recul inopportun des anticipations d'inflation. Ceci stimule la demande agrégée, qui profite d'un taux d'intérêt réel plus bas. Ces mêmes taux influencent, enfin, le taux de change et donc le volume des exportations et des importations.

Les impulsions de la politique monétaire sont transmises par ces différents canaux à la demande agrégée et à la production économique, ce qui se traduit par une augmentation de la demande de travail.

Une politique monétaire anticyclique

L'écart de production est un élément décisif de ce mécanisme de transmission. Il mesure la différence qui existe entre l'utilisation effective des facteurs de production d'un pays et celle optimale (parfois appelée situation de plein emploi) qui pourrait en être faite. Lors d'une récession, la demande agrégée diminue, entraînant une contraction de la production et de l'emploi. La sous-utilisation des capacités de production provoque un écart négatif de production, ce qui ralentit le renchérissement. Si cet effet est suffisamment marqué et s'accompagne – comme entre 2007 et 2011 – d'une forte appréciation du taux de change, le renchérissement peut devenir négatif; dans un cas extrême, une spirale déflationniste pourrait même se mettre en place. À l'inverse, pendant une phase d'essor conjoncturel, l'écart de production devient positif, ce qui implique une pression à la hausse sur le renchérissement. Par conséquent, la politique monétaire doit stimuler l'économie lorsqu'elle faiblit ou entre en récession et la freiner lorsque la demande et la production croissent trop fortement.

Mesures non conventionnelles

Pendant la crise économique et financière, de nombreuses banques centrales ont adopté des mesures de politique monétaire non conventionnelles. Malgré leurs formes diverses, ces dernières ont toutes une origine commune. Elles ont été introduites pour pallier les limites de l'instrument traditionnel, le taux d'intérêt. L'écart de production fortement négatif et les perspectives d'inflation très faibles appelaient un nouvel assouplissement de la politique monétaire, mais les taux sur le marché monétaire étaient déjà si proches de zéro qu'ils ne pouvaient plus être abaissés.

La BNS a été, elle aussi, confrontée à ce problème, lorsque l'appréciation continue

1 Jordan et al. (2010).

2 Mishkin (2011).

3 McCandless et Weber (1995)

4 Friedman (1995).

5 Pour des informations détaillées, se référer à Mishkin (2007).

du franc suisse entraînait une détérioration des conditions monétaires. Elle répliqua, en septembre 2011 en fixant un cours plancher vis-à-vis de l'euro. C'était le meilleur moyen pour, d'une part, prévenir l'effondrement de nombreuses entreprises et des pertes importantes en matière d'emplois et, d'autre part, atténuer les risques de déflation. Le cours plancher complétait ainsi l'instrumentaire de la BNS à un moment où l'outil classique du taux d'intérêt ne permettait plus d'assouplir davantage la politique monétaire. Les mesures non conventionnelles poursuivent donc les mêmes objectifs que la politique monétaire anticyclique traditionnelle qui repose sur les taux d'intérêt.

Les limites de la politique monétaire

Dans un *cas normal*, le mandat visant à assurer la stabilité des prix implique tout naturellement que la banque centrale utilise ses instruments pour mener une politique monétaire anticyclique. Cependant, on peut observer des situations dans lesquelles l'évolution conjoncturelle et celle du renchérissement requièrent des mesures différentes. Cela pourrait notamment être le cas lorsqu'une récession apparaît subitement après une phase de surchauffe, mais que les anticipations en matière d'inflation continuent de croître ou demeurent à un niveau élevé. Dans ce cas, la politique monétaire doit rester restrictive plus longtemps que l'économie réelle ne le demanderait, afin que les anticipations redescendent à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

Même lorsque les objectifs poursuivis ne sont pas conflictuels, il est difficilement possible pour la politique monétaire de viser des objectifs précis en matière conjoncturelle, et ce pour plusieurs raisons.

Incertitudes liées au mécanisme de transmission

En réalité, les relations économiques sont beaucoup plus complexes que ne le suggère le *graphique 1*. Il n'existe aucun lien mécanique entre une modification des taux d'intérêt, les différents canaux de transmission et un effet sur l'économie réelle et les prix. Ainsi, aucune banque centrale ne sait précisément dans quelle mesure et à quel rythme l'économie réelle et le renchérissement réagiraient si les taux pratiqués sur le marché monétaire variaient d'un point de pourcentage. De même, l'importance des canaux de transmission diffère d'un pays à l'autre. Par exemple, les fluctuations du taux de change ont davantage d'importance pour une petite économie ouverte comme la nôtre que pour d'autres pays. Ainsi, en Suisse, 25,8% des

biens et services du panier IPC sont importés, contre 6% environ aux États-Unis. De plus, les études empiriques révèlent que la pertinence de chaque canal de transmission peut changer au fil du temps en raison de changements structurels et institutionnels. Par exemple, si l'on exporte plus de biens dont la demande à l'étranger est relativement inélastique par rapport au prix, les fluctuations du change exercent une influence moindre sur les volumes d'exportation. Enfin, les décalages temporels avec lesquels les canaux de transmission produisent leurs effets sont incertains⁶.

Plus une économie est petite et ouverte, plus les chocs externes jouent un rôle important

Les événements des dernières années l'ont clairement montré: la crise des «subprimes», la faillite de Lehman Brothers, la grave crise économique et financière et la crise de l'euro sont autant de chocs venus de l'étranger. Ils se sont principalement propagés en Suisse sous la forme de dysfonctionnements du marché monétaire, d'une contraction notable de la demande extérieure et d'une forte appréciation du franc suisse. En abaissant résolument les taux d'intérêt, puis en introduisant le cours plancher, la BNS est parvenue à atténuer ces chocs et à écarter le risque d'un dommage économique majeur. Sa politique monétaire a débouché sur des mesures qui n'ont, cependant, pas empêché l'écart de production de devenir négatif. La reprise économique mondiale et le redressement de la demande extérieure sont donc indispensables pour assurer le retour au plein emploi en Suisse, mais la BNS ne peut pas influencer sur ces facteurs.

Les écarts de production ne sont pas identifiables précisément

En temps réel, l'incertitude règne sur le niveau effectif de production, car les chiffres du PIB sont publiés avec un décalage et font, en outre, souvent l'objet de révisions lorsque des informations plus complètes sont disponibles. Par ailleurs, pour identifier l'écart de production, il faut estimer la production potentielle – une variable qui n'est pas observable – et, par là même, des conditions optimales d'utilisation des facteurs de production. Ces estimations sont toujours empreintes de grandes incertitudes. ■

Encadré 1

Bibliographie

- Boivin J., Kiley M. T. et Mishkin F. S., «How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?», dans B. M. Friedman et M. Woodford (éd.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3, chap. 8, 2010, Elsevier.
- Friedman Benjamin M., «Does Monetary Policy Affect Real Economic Activity? Why Do We Still Ask This Question?», *NBER Working Paper*, n° 5212, 1995.
- Jordan Thomas J., Peytrignet Michel et Rossi Enzo, «Ten Years' Experience with the Swiss National Bank's Monetary Policy Strategy», *Swiss Journal of Economics and Statistics*, vol. 146, n° 1, 2010.
- McCandless George T. Jr et Weber Warren E., «Some Monetary Facts», *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 19, n° 3, 1995.
- Mishkin Frederic S., «Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis», *NBER Working Paper*, n° 6755, 2011.
- Mishkin Frederic S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 2007, Pearson, chap. 23.

6 Boivin et al. (2010).