

Inflation et politique monétaire de la Banque nationale suisse

Nous présentons dans cet article les fondamentaux de la politique monétaire menée par la Banque nationale suisse (BNS) et ceux qui ont guidé l'évolution de l'inflation ces cent dernières années. Pour simplifier, nous distinguons trois phases, qui correspondent à l'ordre monétaire international alors en vigueur: durant la première phase, l'étalon-or déterminait la politique monétaire. Il fut remplacé par le système de Bretton Woods après la Seconde Guerre mondiale. Les taux de change étaient fixes pendant ces deux phases, alors que la troisième, qui commença au début des années septante, se caractérise par des taux de change flottants.



En cent ans, l'ordre monétaire international a connu deux changements fondamentaux: le passage de l'étalon-or au système de Bretton Woods après la Seconde Guerre mondiale et le cours des changes flottants à partir de 1973. Ces bouleversements ont entraîné une vaste révision du cadre légal liant la banque nationale, de ses instruments et de sa stratégie en matière de politique monétaire.

Photo: Keystone

L'étalon-or

Lorsque la BNS débuta son activité en 1907, elle se substitua à une multitude d'instituts d'émission en partie publics, en partie privés, qui se faisaient concurrence pour l'émission des billets. La loi sur la banque nationale lui conféra comme tâches principales la régulation de la masse monétaire en circulation et la facilitation des opérations de paiement. Depuis, la BNS est la seule institution habilitée à émettre des billets de banque en francs suisses¹.



Thomas J. Jordan
Vice-président de la direction générale de la Banque nationale suisse (BNS)



Enzo Rossi
Conseiller scientifique à la Banque nationale suisse (BNS)

Lors de la création de la BNS, l'ordre monétaire reposait sur le régime international de l'étalon-or, qui prévoyait que les pays participants définissent le prix de l'or dans leur monnaie, assurent la convertibilité de leurs billets en or et garantissent la libre circulation des capitaux. L'idée de base était de permettre à chaque pays d'acheter et de vendre de l'or, sans restriction, à un prix fixe par rapport à sa propre monnaie et ainsi de définir indirectement les taux de change entre les différentes monnaies. Les déséquilibres entre deux États étaient alors compensés par les flux d'or. Les réserves aurifères mondiales déterminaient la masse monétaire sur le plan international et, par conséquent, le niveau des prix.

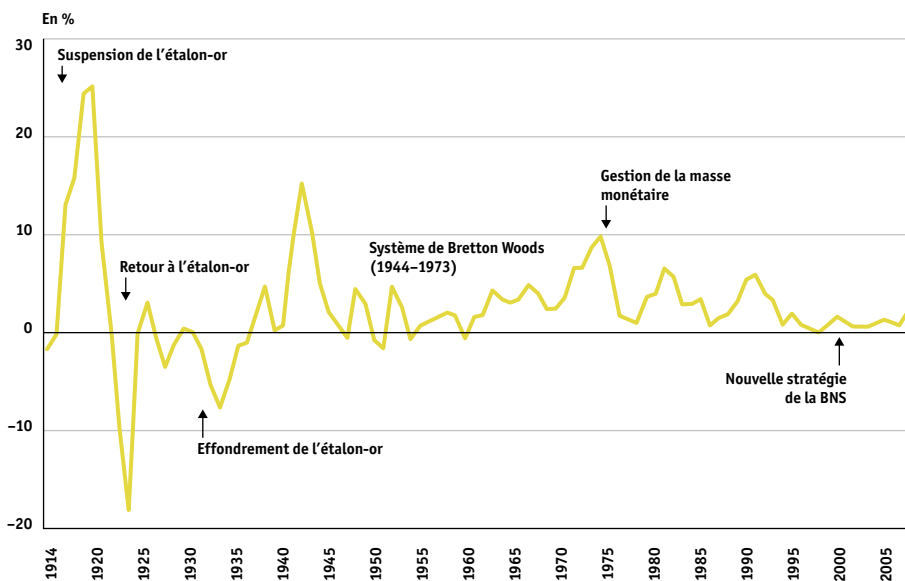
L'étalon-or est suspendu durant la Première Guerre mondiale

Le régime international de l'étalon-or fut suspendu lorsque la Première Guerre mondiale éclata. La Suisse supprima la convertibilité-or afin de préserver ses réserves de métal jaune et introduisit le cours forcé des billets de banque. La Confédération fut obligée de contracter des emprunts auprès de la

¹ En 1891, la Constitution fédérale donna à la Confédération le droit exclusif d'émettre des billets de banque, qui fut ensuite transmis à la banque nationale. Les instituts d'émission privés se retirèrent de ce secteur jusqu'en 1910 (voir Baltensperger, 2009).

Graphique 1

Taux d'inflation en Suisse, 1914–2009



Sources: Statistique historique de la Suisse, SECO, OFS, Jordan, Rossi / La Vie économique

BNS pour couvrir les coûts de la défense du pays. De plus, comme la banque nationale augmentait considérablement les crédits octroyés à l'économie, la quantité de billets de banque en circulation doubla. L'inflation se développa fortement et atteignit un taux annuel de 25% en 1918, soit le plus élevé jamais observé dans l'histoire de la BNS (voir *graphique 1*). Les salaires nominaux ne suivant pas l'évolution des prix, le revenu réel baissa. L'inflation entraîna d'importantes tensions sociales et la banque nationale fut vivement critiquée. La politique de la BNS donna lieu à une vaste controverse et la banque se vit reprocher sa politique d'expansion monétaire, qu'on tenait pour responsable du développement de l'inflation pendant la guerre. La banque nationale, ancrée dans le système de pensée de la monnaie-or, rétorqua que la cause première de cette inflation résidait dans la hausse des prix des principales importations, qui rendait nécessaire une augmentation du nombre de billets en circulation. Comme on ne pensait pas alors qu'une banque centrale fût en mesure d'influer sur le niveau des prix, juguler l'inflation ne pouvait entrer dans ses attributions².

À la fin de la Première Guerre mondiale, les efforts entrepris pour rétablir l'étalon-or et revenir à l'ancienne parité-or entraînèrent une forte déflation: en 1922, les prix à la consommation diminuèrent de 18%, ce qui constitue la plus importante variation annuelle négative de l'indice des prix à la consommation dans l'histoire de la BNS. Cette déflation s'accompagna d'une récession profonde.

Une crise économique synonyme de défis majeurs

Dans les années trente, la crise économique mondiale plaça la banque nationale face à de nouveaux défis d'envergure. Lorsque la Grande-Bretagne supprima la convertibilité-or en 1931 et laissa le cours de la livre s'effondrer, le régime de l'étalon-or vola en éclats. Peu à peu, la plupart des autres pays suivirent son exemple ou instaurèrent un contrôle des mouvements de capitaux. Le Conseil fédéral et la banque nationale avaient alors deux options pour rétablir la compétitivité internationale de la Suisse: dévaluer le franc ou pratiquer une politique déflationniste. Ils choisirent la deuxième solution en décidant de maintenir dans un premier temps la parité-or. L'aggravation de la crise amena toutefois le Conseil fédéral à reconsidérer sa position en 1936 et à dévaluer le franc de 30%, en accord avec la BNS. Cette dévaluation créa les conditions nécessaires à une reprise conjoncturelle relativement rapide. Si elle avait été décidée plus tôt, elle aurait vraisemblablement permis à la Suisse de sortir des années de crise avec des pertes moins importantes³.

Bretton Woods

Le système monétaire mondial créé en juillet 1944 à la conférence de Bretton Woods reposait également sur des taux de change fixes. Bien que la Suisse ne participa pas à la conférence et ne rejoignit les institutions de Bretton Woods que dans les années nonante, le système mis alors en place eut des répercussions importantes sur la politique monétaire suisse jusqu'au début des années septante: il prévoyait la fixation d'une parité-or du dollar des États-Unis (USD) – à 35 USD l'once d'or – et des parités des autres monnaies par rapport à la monnaie de référence qu'était devenue l'USD. À l'exception des États-Unis, les États membres étaient tenus de conserver le cours de ce dernier dans une marge de 1% autour de sa parité. Les États-Unis s'engageaient, pour leur part, à échanger avec les autres banques centrales des USD contre de l'or à la parité définie. Le maintien d'une parité fixe impliquait donc que les prix domestiques étaient liés au niveau des prix américains.

Les États-Unis adoptent une politique monétaire inflationniste

Le système de Bretton Woods s'accompagna d'une évolution des prix relativement stable jusqu'au début des années soixante (voir *graphique 2*). Des difficultés apparurent cependant lorsque les États-Unis, le pays de la monnaie de référence, adoptèrent une po-

2 Voir Bordo et James (2007), p. 44 ss.

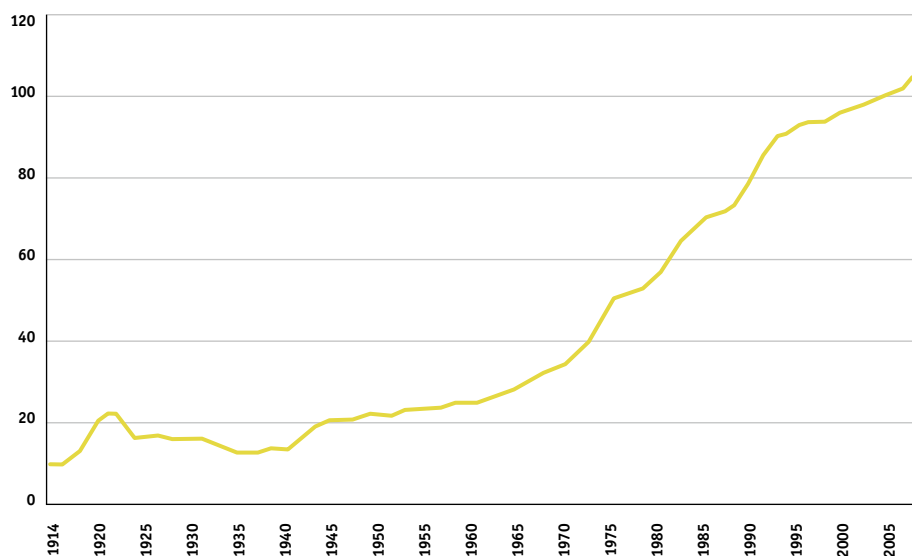
3 Voir Zurlinden (2003) ainsi que Bordo et James (2007).

4 Voir Peytrignet (2007), p. 255 ss.

Graphique 2

Niveau des prix en Suisse, 1914–2009

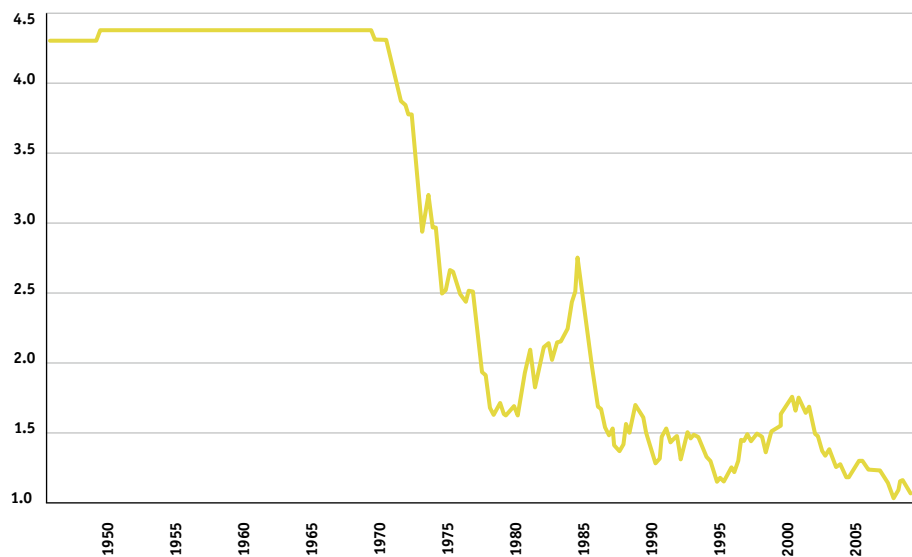
Indice 2005 = 100



Sources: Statistique historique de la Suisse, SECO, OFS, Jordan, Rossi / La Vie économique

Graphique 3

Cours CHF/USD, 1946–2009



Sources: BNS, Jordan, Rossi / La Vie économique

litique monétaire inflationniste entraînant une faiblesse latente de l'USD. La BNS fut alors obligée d'intervenir en faveur de ce dernier, à l'instar d'autres pays industrialisés, ce qui entraîna une augmentation de la masse monétaire en francs suisses et une hausse de l'inflation dans notre pays. De nombreux pays détenant des réserves d'USD de plus en plus importantes échangèrent celles-ci contre de l'or auprès de la banque centrale américaine, ce qui accentua la pression sur les réserves de métal jaune des États-Unis. En août 1971, le Président Nixon mit fin à la convertibilité-or de l'USD. Alors que ce dernier continuait à faiblir, les principaux pays industrialisés, la Suisse en tête, furent contraints de passer à un système de changes flottants. La banque nationale suspendit ses achats d'USD le 23 janvier 1973, avec l'accord du Conseil fédéral. En renonçant à soutenir la devise de référence, elle souhaitait prévenir un gonflement supplémentaire de la masse monétaire et une accélération de l'inflation. Cette mesure sonna le glas du système des changes fixes. Depuis, l'USD suit une tendance baissière (voir *graphique 3*).

Changes flottants

La gestion de la masse monétaire de 1973 à 1999

Le passage au système de changes flottants en 1973 constitua un événement capital. Pour la première fois, la banque nationale fut en mesure de concevoir et de mettre en œuvre une politique monétaire autonome, axée sur la stabilité des prix. Sa stratégie repose sur deux principes⁴:

- premièrement, l'inflation et la déflation sont des *phénomènes monétaires*;
- deuxièmement, les banques centrales devraient *s'abstenir de procéder à un réglage fin de l'évolution conjoncturelle* à l'aide de la politique monétaire.

Sur la base de ces principes, la BNS fut en 1975 l'une des premières banques centrales à appliquer une politique monétaire visant une stabilité des prix à long terme. Elle fixa des objectifs annuels en termes de masse monétaire jusqu'à la fin des années quatre-vingt, puis dans les années nonante, un objectif intermédiaire à moyen terme, redéfini tous les cinq ans. Les objectifs monétaires furent déterminés en tenant compte d'une cible de 1% environ en matière d'inflation et d'un potentiel de croissance réelle de l'économie estimé à 2%.

La BNS profita de son autonomie en matière de politique monétaire pour réduire rapidement l'inflation, qui atteignait près de 10% en 1974, en moyenne annuelle. Les ef-

Le bilan de la politique monétaire des dix dernières années est, dans l'ensemble, positif. Les prix demeurent stables depuis l'introduction de la nouvelle stratégie en 2000.



Photo: Keystone

forts déployés pour stabiliser le niveau des prix aggravèrent, cependant, la récession déclenchée par la hausse brutale des prix du pétrole, et la revalorisation durable du franc suisse sur les marchés des devises compliqua la mise en œuvre de la politique monétaire. À l'automne 1978, lorsque la valeur du franc s'accrut de nouveau non seulement par rapport à l'USD, mais également au mark allemand, l'objectif principal de la banque nationale ne fut plus la masse monétaire, mais son cours international. La BNS intervint massivement sur les marchés des changes et apaisa relativement vite la situation en matière de change. L'élimination trop hésitante de l'excédent de liquidités, due vraisemblablement à une sous-estimation de la reprise conjoncturelle amorcée⁵, et la progression des prix du pétrole accentuèrent provisoirement l'inflation, qui atteignit son plus haut niveau à l'automne 1981 (7,5%).

Lorsque l'inflation fut vaincue, la politique monétaire retrouva un caractère trop expansionniste dans la seconde moitié des années quatre-vingt: d'une part, la BNS accrut les liquidités après le krach boursier d'octobre 1987 et, d'autre part, l'introduction du système de paiement SIC et de nouvelles prescriptions régissant les liquidités pour les banques entraîna un recul d'une ampleur inattendue de la demande de monnaie centrale. En se focalisant sur la masse monétaire, la banque nationale n'accorda peut-être pas suffisamment d'attention à la croissance, entre 1986 et 1987, des crédits et des agrégats monétaires au sens large, ce qui relança l'inflation. Celle-ci atteignit un sommet de 6,6% au milieu de l'année 1991. Parallèlement, une bulle spéculative s'était formée dans le sec-

teur immobilier à la fin des années quatre-vingt. Son éclatement aggrava la récession à laquelle avaient déjà contribué les mesures prises en matière de politique monétaire pour rétablir la stabilité des prix.

Nouvelle stratégie depuis l'an 2000

La banque nationale adopta une nouvelle stratégie en matière de politique monétaire fin 1999. Ce changement est le plus important depuis le passage au régime des changes flottants. La BNS a ainsi réagi aux perturbations durables de la demande de monnaie, qui remettaient de plus en plus en question le bien-fondé de sa politique d'approche monétariste. La nouvelle stratégie, dont les principes sont encore en vigueur aujourd'hui, repose sur trois éléments⁶:

- une définition explicite de la stabilité des prix en guise d'ancrage à long terme, cette dernière équivalant à une hausse annuelle de moins de 2% de l'indice suisse des prix à la consommation;
- une prévision d'inflation servant d'indicateur principal à la prise de décisions en matière de politique monétaire;
- une marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois en francs comme objectif opérationnel pour la mise en œuvre de cette politique (la gestion du Libor s'effectue au moyen de pensions de titres conclues avec les banques⁷).

Le bilan de la politique monétaire des dix dernières années est, dans l'ensemble, positif. L'inflation, qui était inférieure à 2% depuis 1994, a certes dépassé ce niveau en 2008 en raison de la hausse massive du prix du pétrole entre début 2007 et la mi-2008 et de la

5 Voir Kugler et Rich (2002).

6 Voir Jordan, Peytrignet et Rossi (2010).

7 Voir Jordan (2005) pour de plus amples informations sur la gestion du Libor à trois mois par la BNS.

8 Voir Jordan, Peytrignet et Rossi (2010) pour une présentation et une appréciation détaillées de la politique monétaire des dix dernières années.

9 Voir Peytrignet (2007), p. 273 ss.

politique monétaire expansive des années précédentes. Elle était, toutefois, négative en 2009 à la suite du fort recul du prix du brut. De plus, contrairement à d'autres pays, la Suisse n'a connu ces dix dernières années aucun «boom» du crédit et de l'immobilier suivi d'une chute des activités de crédit. Le fait que la BNS poursuive, avec le Libor à trois mois, un objectif opérationnel sous forme de taux d'intérêt pour les crédits non gagés a permis d'éviter que la hausse des primes de risque pendant la crise financière n'entraîne un durcissement indésirable de la politique monétaire. Cela a notamment concouru à atténuer les effets négatifs de la crise sur l'économie réelle. En fin de compte, la politique monétaire menée par la banque nationale durant la dernière décennie a contribué à renforcer la stabilité de l'économie suisse⁸.

Appréciation

La stabilité des prix est une condition sine qua non pour que l'économie puisse se développer selon son potentiel. De plus, la politique monétaire ne peut réagir efficacement aux fluctuations conjoncturelles que si les perspectives d'inflation se situent durablement à un faible niveau.

La Suisse a connu de fortes variations de prix ces cent dernières années, et la restauration de la stabilité des prix s'est toujours soldée par un coût élevé pour l'économie. Le pays a toutefois été épargné par les importantes turbulences monétaires qui ont touché plusieurs pays d'Europe au XIX^e siècle, et les mouvements de l'inflation sont de plus en plus faibles au fil du temps.

Ces derniers doivent être interprétés en fonction de l'ordre monétaire en vigueur. Les variations annuelles les plus marquées furent observées durant la Première Guerre mondiale et dans les premières années de l'après-guerre, lors du retour au régime de l'étalon-or avec les parités d'avant-guerre. Les exigences de ce régime prévalaient alors sur les objectifs économiques nationaux comme un taux d'inflation faible et stable. Cette phase est, malgré tout, marquée par un niveau des prix relativement stable sur le long terme.

Après la Seconde Guerre mondiale, les prix augmentèrent constamment, mais cette progression fut moins forte que dans d'autres pays. La politique monétaire suisse était axée sur des taux d'inflation faibles. Les discussions engagées à l'étranger sur d'éventuels conflits d'objectifs en matière de politique conjoncturelle ne reçurent que peu d'écho en Suisse. Seul le passage au système des changes flottants permit toutefois à la banque na-

tionale de mener une politique monétaire cohérente, visant une stabilité des prix à l'échelle helvétique. Dans un premier temps, cette politique ne put freiner la montée de l'inflation, qui atteignit provisoirement des valeurs élevées au milieu des années septante ainsi qu'au début des années quatre-vingt et nonante. Outre une politique monétaire trop souple, les importantes fluctuations de l'inflation enregistrées à l'époque à l'étranger et celles des taux de change entravèrent la stabilisation de l'inflation à un faible niveau.

À partir de 1975 environ, les objectifs monétaires intermédiaires permirent à la BNS d'acquérir une crédibilité et une réputation solides. Jusqu'à la fin des années nonante, les taux d'intérêt se situèrent en général à un niveau inférieur de 1,5 à 2 points aux taux européens tandis que l'inflation fut en moyenne de 2,8%, ce qui constitue un très bon résultat sur le plan international⁹. Depuis l'introduction de la nouvelle stratégie en l'an 2000, la stabilité des prix règne en Suisse. Le renchérissement annuel moyen s'élevait à 1% à peine au cours de la dernière décennie.

Conclusion

Les profondes modifications intervenues au fil des décennies dans l'ordre monétaire international ont entraîné une vaste révision du cadre légal liant la banque nationale, de ses instruments et de sa stratégie en matière de politique monétaire. Les appréciations relatives aux possibilités et aux limites de la politique monétaire ont considérablement changé au fil du temps: dans les années vingt, la BNS et d'autres banques centrales pensaient que l'étalon-or était indispensable au bon fonctionnement de l'économie mondiale et à la stabilité des prix. Aujourd'hui, le fait que cette stabilité soit également possible avec un système de papier-monnaie reposant sur des changes flottants bénéficie d'un large consensus international. Une banque centrale indépendante et disposant d'un mandat clair pour garantir la stabilité des prix en constitue néanmoins la condition incontournable. ■

Encadré 1

Bibliographie

- Baltensperger Ernst, *Währungsgeschichte der Schweiz im 19. und 20. Jahrhundert*, documents de cours, 2009.
- Bordo Michael et James Harold, «De 1907 à 1946: enfance heureuse ou adolescence difficile?», dans *Banque nationale suisse 1907–2007*, éd. Neue Zürcher Zeitung, 2007, pp. 29–116.
- Jordan Thomas J., «La mise en œuvre de la politique monétaire suisse», *La Vie économique*, avril 2005, pp. 4–8.
- Jordan Thomas J., Peytrignet Michel et Rossi Enzo, «Ten years' experience with the Swiss National Bank's monetary policy strategy», *Revue suisse d'économie et de statistique*, à paraître en 2010.
- Kugler Peter et Rich Georg, «Monetary Policy Under Low Interest Rates: The Experience of Switzerland in the late 1970's», *Revue suisse d'économie et de statistique*, 138(3), 2002, pp. 241–269.
- Peytrignet Michel, «La masse monétaire comme objectif intermédiaire», dans *Banque nationale suisse 1907–2007*, éd. Neue Zürcher Zeitung, 2007, pp. 254–274.
- Zurlinden Mathias, «Régime de l'étalon-or, déflation et dépression: l'économie suisse dans la crise économique mondiale», *Bulletin trimestriel*, 2/2003, Banque nationale suisse, pp. 86–116.