

La politique monétaire suisse dans la tourmente de la crise financière

Avant la crise financière, la politique monétaire de la Banque nationale suisse (BNS) s'appuyait sur le «modèle IS-LM», issu de la théorie économique. L'éclatement de la crise a nécessité de faire appel à de nouveaux concepts. La BNS a accru sa marge de manœuvre en recourant à des mesures non conventionnelles. La plus importante d'entre elles consiste à influencer sur le taux de change. Ce type d'intervention s'appuie sur la théorie selon laquelle la politique monétaire peut influencer la production économique globale par le biais des taux d'intérêt certes, mais aussi du taux de change. Pour faire simple, la BNS a étoffé le modèle IS-LM d'une composante «économie extérieure». Cet ajustement de la politique monétaire s'avère efficace, mais il a aussi des effets secondaires.

La crise nécessite des mesures non conventionnelles

La crise financière a mis la BNS face à des défis de taille. Pour assurer la stabilité des prix, celle-ci a dû prendre de façon répétée des libertés par rapport à la ligne qui guide sa politique monétaire depuis 2000 (voir *encadré 1*) et recourir à des mesures dites non conventionnelles.

Suite à l'effondrement de la banque d'investissement Lehman Brothers fin 2008, les perturbations sur le marché interbancaire étaient telles que la BNS a décidé d'étendre le volume, la fréquence et la durée des opérations repo (crédit accordé aux banques avec une garantie) et de proposer des swaps de devises (contrats à terme avec deux devises) en dollars US et en euros. Ces mesures se sont rapidement révélées insuffisantes. Début 2009, la récession avait pris une telle ampleur que la BNS s'est vue contrainte d'intervenir directement sur le marché des devises et d'acquérir des emprunts détenus par des débiteurs privés. Ces opérations ont, tout d'abord, eu l'effet espéré, mais elles ont rapidement atteint leur limite, de sorte que la Banque nationale y a mis un terme en juin 2010.

Les interventions massives de début 2010 ont conduit à un renversement de la politique monétaire vers la fin de la même année. La BNS avait vendu une telle quantité de francs en intervenant sur le marché des devises que les banques n'avaient plus besoin de s'adresser à elle pour se procurer des liquidités. Il y en avait même trop en circulation pour la BNS. Cette dernière est donc entrée sur le marché comme emprunteuse, contractant auprès des banques des crédits à intérêt limités dans le temps, soit assortis de garan-

ties (reverse-repo), soit sans garanties (bons de la BNS). Début 2011, elle avait globalement résorbé les deux tiers de la masse monétaire engendrée par ses interventions antérieures sur le marché des devises. «Résorbé», car les banques ne disposaient plus librement de l'argent en question, l'ayant placé auprès de la BNS pour une durée déterminée.

Vers le milieu de 2011, le «choc de l'été» – combinant un ralentissement conjoncturel et une appréciation du franc suisse jusqu'à la parité face à l'euro – a fait prendre à la BNS un nouveau virage à 180 degrés. Celle-ci a alors soldé ses positions destinées à résorber les liquidités et en a de nouveau inondé le marché. En août 2011, la BNS s'est de fait fixé un objectif provisoire de masse monétaire, comme elle l'avait fait dans les années nonante. En injectant des liquidités supplémentaires par de nouveaux swaps de devises, elle a même réussi l'exploit de rendre les taux d'intérêt nominaux négatifs. Les incitations sur le marché monétaire n'ont cependant pas suffi à stabiliser le franc face à l'euro. Seule la menace d'interventions directes en cas de taux de change inférieur à 1,20 franc a pu stabiliser le marché.

Théorie et pratique

Avant la crise financière, la réalité de la politique monétaire correspondait à l'univers théorique de l'IS-LM, un modèle simple. La BNS répondait à une diminution de la production économique globale par un accroissement de la masse monétaire; dans les phases de ralentissement, elle abaissait les taux d'intérêt. Le modèle IS-LM, qui a été développé à la fin des années trente par le prix Nobel John Hicks et Alvin Hansen, repose en grande partie sur les théories de John Maynard Keynes. Il a été retravaillé et complété à plusieurs reprises, mais le mécanisme de base est resté le même (voir *graphique 1*). La courbe IS représente l'ensemble des points où l'économie réelle est à l'équilibre et où les investissements peuvent être financés par l'épargne. La courbe LM correspond à tous les points où l'offre et la demande de monnaie sont en adéquation – et où par conséquent le système financier est à l'équilibre. Le point d'intersection des deux courbes représente l'équilibre économique global.

1 Voir John B. Taylor, «Discretion versus policy rules in practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 1993, pp. 195-214.

2 Un objectif inflationniste de 2% et un taux de chômage neutre par rapport à l'inflation de 2,5% sont supposés pour la Suisse. La «Dynamic Factor Inflation» de la BNS sert à mesurer le renchérissement. Inflation et marché du travail entrent pondérés de manière égale dans le calcul.

3 Le MCI a été développé dans les années nonante par la banque centrale canadienne. Il inclut le taux d'intérêt réel et le cours de change pondéré en fonction des échanges commerciaux (dans les deux cas sous forme d'écart par rapport à une valeur moyenne à long terme). La pondération des deux composantes se fait sur le modèle OCDE de 3 à 1.



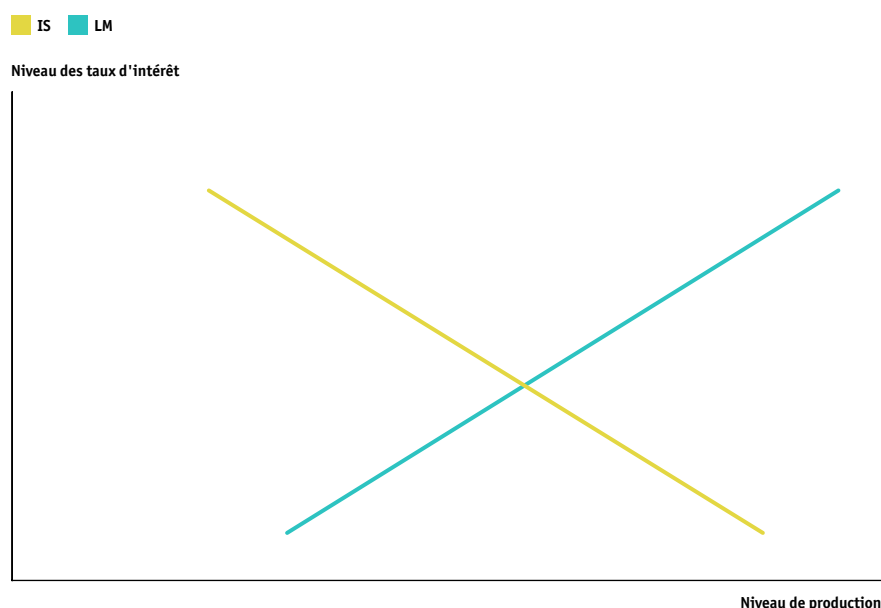
Maxime Botteron
Économiste, Analyse conjoncturelle Suisse, Credit Suisse Economic Research



Claude Maurer
Responsable, Analyse conjoncturelle Suisse, Credit Suisse Economic Research

Graphique 1

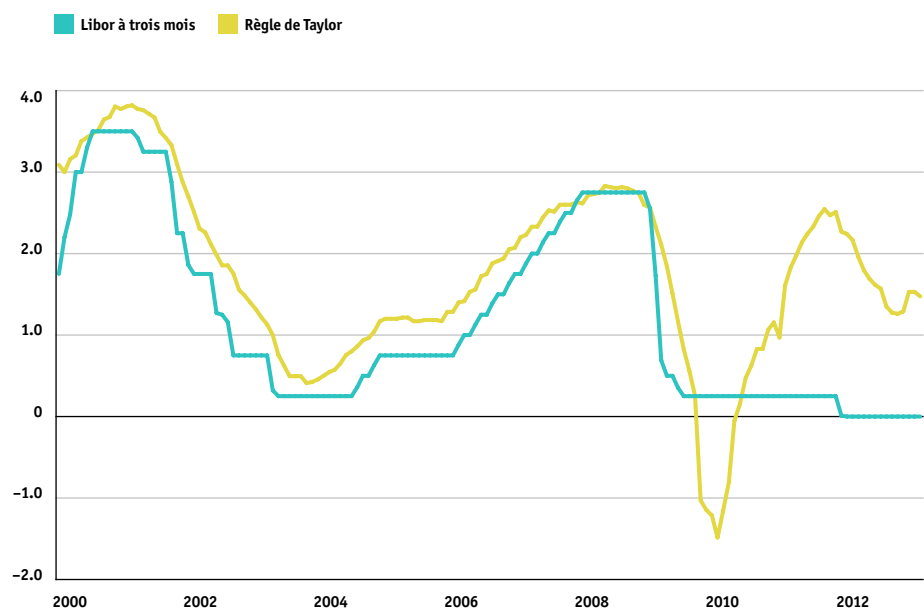
Présentation schématique du modèle IS-LM



Source: Credit Suisse Economic Research / La Vie économique

Graphique 2

Taux d'intérêt selon la règle de Taylor et taux d'intérêt effectif, 2000–2012



Source: Credit Suisse Economic Research / La Vie économique

Encadré 1

Principe régissant la politique monétaire avant la crise

La BNS pilotait jusqu'alors le taux d'intérêt de référence, afin de renchérir ou d'abaisser le coût des crédits garantis sur une semaine aux banques (opérations repo à une semaine). Le taux de référence utilisé par la BNS est le Libor à trois mois, soit le taux d'intérêt auquel les banques s'accordent des crédits en francs non garantis à trois mois.

Selon le modèle IS-LM, une banque centrale peut déplacer la courbe LM en modifiant l'offre de monnaie et déterminer ainsi la production économique globale. Lorsque la banque centrale accroît l'offre de monnaie à demande constante, la courbe LM se déplace vers la droite, les taux d'intérêt diminuent et la production économique globale augmente.

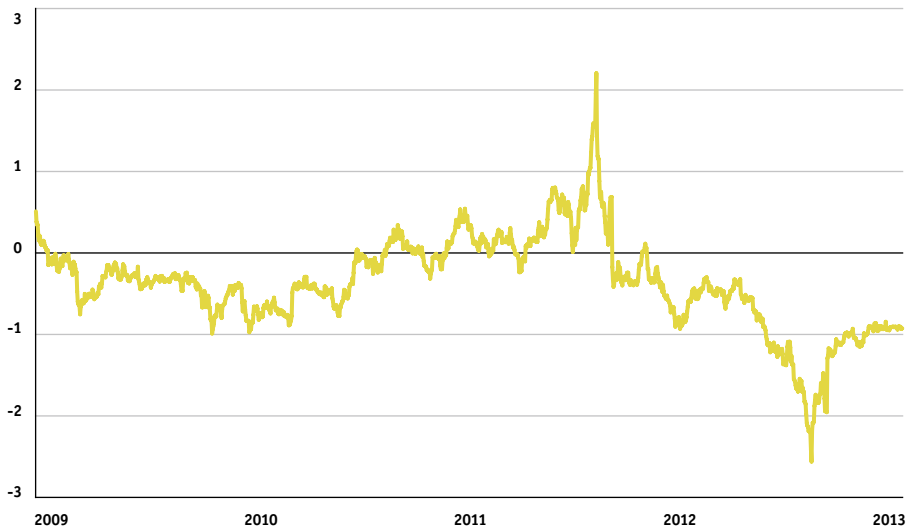
L'économiste John B. Taylor a développé en 1993 sur la base du modèle IS-LM une règle qui permet de déterminer si le taux d'intérêt fixé par une banque centrale est adapté à la situation économique¹. En l'appliquant à la Suisse², on constate que le taux d'intérêt calculé selon la règle de Taylor et le Libor à trois mois ont suivi des évolutions parallèles jusqu'en 2009. Cela montre que la politique monétaire de la BNS reposait dans les faits sur les facteurs qui sous-tendent également la règle de Taylor (voir *graphique 2*). La persistance de la crise financière a sonné le glas des principes théoriques simples. En 2009, le taux d'intérêt a atteint la limite du zéro, ce qui a fait perdre toute influence à la politique monétaire. En effet, lorsqu'on arrive à un tel niveau, la courbe LM prend la forme d'une ligne horizontale, et comme celle-ci ne peut pas être décalée vers la droite, la banque centrale ne peut pas modifier le point d'intersection des courbes IS et LM.

La première phase des mesures non conventionnelles a été rendue possible par le fait qu'il existe non pas un, mais plusieurs taux d'intérêt. Lorsqu'il n'a plus été possible de réduire celui des crédits à court terme, la plupart des mesures ont visé les intérêts à plus long terme. La plus importante décision de la BNS a néanmoins consisté à intervenir sur le taux de change, lequel est un facteur important de la politique monétaire pour une économie petite et ouverte comme la Suisse. L'indice des conditions monétaires («Monetary Conditions Index», MCI)³ évalue les conditions générales de la politique monétaire de façon similaire à la règle de Taylor. Cette dernière ne prend toutefois en compte que de façon indirecte les événements économiques à l'étranger, tandis que le MCI inclut explicitement la valeur extérieure de la monnaie. Ce procédé repose sur la théorie selon laquelle la politique monétaire peut influencer la production économique globale non seulement par le biais des taux d'intérêt, mais également par celui du taux de change. En bref, une composante «économie extérieure» a été adjointe au modèle IS-LM. Le MCI est conçu de sorte qu'une valeur supérieure à zéro reflète une politique monétaire restrictive, alors qu'elle est expansive dans le cas inverse. Le gra-

Graphique 3

Indice des conditions monétaires, 2009-2012

Indice > 0: conditions restrictives; < 0: conditions expansives



Source: Credit Suisse Economic Research / La Vie économique

phique 3 montre combien l'appréciation du franc – qui a frôlé la parité avec l'euro durant l'été 2011 – a resserré la politique monétaire suisse. Le coup de frein qui en a résulté a plus que neutralisé les stimulations produites par les faibles taux d'intérêt. La politique monétaire n'est redevenue expansive qu'une fois le taux de change stabilisé.

La BNS assume des risques élevés

Les mesures non conventionnelles ne sont pas sans risque et peuvent se solder par des coûts importants. Depuis 2007, le bilan total de la BNS a presque quintuplé pour atteindre quelque 500 milliards de francs. La majeure partie de cette somme et de son accroissement consistent en placements en devises, qui s'élèvent à 420 milliards, alors qu'avant la crise, elles se montaient à environ 50 milliards de francs. Les réserves de la BNS en monnaies étrangères sont actuellement parmi les plus importantes du monde – toute proportion gardée –, ses placements étant à 90% effectués sur ce marché. En moyenne internationale, les réserves de devises représentent environ 16% du produit intérieur brut, alors qu'en Suisse, cette proportion atteint pratiquement 70%. Ce chiffre n'est dépassé que dans quelques pays exportateurs de pétrole (Arabie saoudite, Libye etc. avec une part de 100%) et certains pays asiatiques (Singapour, Thaïlande). Même la Chine se situe en dessous (45%). Le risque de change à court terme – et donc la dépendance du bilan de la BNS vis-à-vis de la situation internationale – sont donc d'une ampleur égale aux réserves accumulées.

Cette situation délicate pour le bilan de la BNS ne menace, cependant, pas dans l'immédiat la stabilité des prix en Suisse. Le risque ne se concrétiserait qu'en cas de pertes massives répétées. Une banque centrale n'a certes pas pour vocation de réaliser des bénéfices et peut fonctionner sans capital propre; ce serait pourtant un handicap à long terme. Le président de la BNS, Thomas Jordan, a admis récemment qu'une banque centrale perdrait le contrôle de la politique monétaire si elle devait imprimer de l'argent pour couvrir ses dépenses courantes⁴. Elle ne pourrait dès lors plus assurer la stabilité des prix. Les retombées du cours plancher et les dégâts que pourrait entraîner le gonflement massif de la masse monétaire suite aux mesures non conventionnelles sont en revanche de possibles facteurs de risque pour la stabilité des prix. Finalement, l'affirmation du monétariste Milton Friedman reste valide: l'inflation est un phénomène monétaire. Selon la théorie, les prix augmentent quand la masse monétaire écoulee est plus importante que l'offre réelle. La liquidité est néanmoins largement thésaurisée actuellement, en raison du manque de confiance sur le marché interbancaire et de coûts d'opportunité très bas. La «vitesse de circulation» de l'argent et donc la pression inflationniste sont par conséquent faibles.

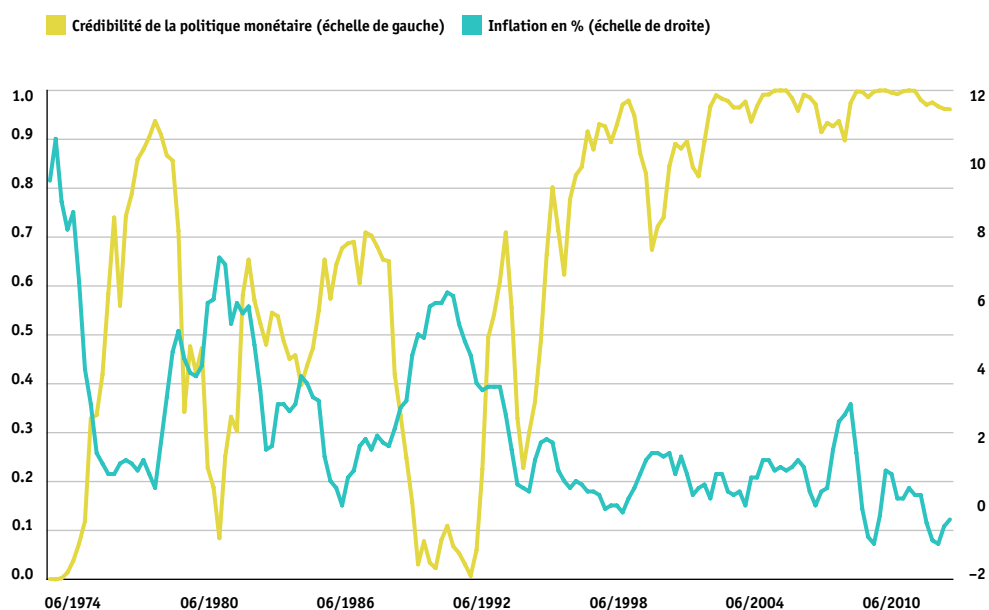
Les effets secondaires du cours plancher

Lorsque la BNS a instauré son cours plancher face à l'euro, elle a renoncé de fait à contrôler les taux d'intérêt en Suisse. Une des rares lois irrévocables de la politique monétaire veut en effet que la trinité soit impossible. On entend par là le «trilemme» selon lequel seuls deux des trois objectifs suivants peuvent être atteints simultanément: stabilité du cours de change, contrôle autonome des taux d'intérêts et libre circulation des capitaux. Les raisons de cette impossibilité ont été formulées dans les années soixante par Robert Mundell et Marcus Fleming. Aussi longtemps que le franc subira une pression à la hausse – hypothèse réaliste, puisqu'aucune issue ne s'annonce à la crise de l'euro –, le cours plancher constituera un arrimage de fait du franc suisse à l'euro. Si l'on applique la théorie de Mundell-Fleming à cette situation et si l'on assume par ailleurs la libre circulation des capitaux, on en déduit que la BNS a dû renoncer à contrôler les taux d'intérêt en Suisse⁵. Ces derniers sont déterminés dans les faits par ceux de l'étranger.

Cette perte de contrôle n'est pas sans danger, car des taux d'intérêt trop faibles peuvent entraîner des surinvestissements.

Graphique 4

Inflation et crédibilité de la politique monétaire, 1974-2012



Source: OFS, Credit Suisse Economic Research / La Vie économique

L'effet des taux bas est particulièrement marqué dans le domaine de l'immobilier, une proportion relativement importante du financement étant assurée par des capitaux étrangers. Les prix de l'immobilier connaissent actuellement une hausse très rapide, avec des taux de renchérissement de plus de 2%. Toutefois, comme ces derniers ne sont pas pris en compte dans le dispositif destiné à évaluer la stabilité des prix, la BNS remplit tout de même sur le papier sa mission – la première par ordre d'importance – en ce domaine. La mise à l'écart des prix de l'immobilier fait l'objet de controverses parmi les théoriciens économiques. Celles-ci sont, toutefois, stériles, dans la mesure où la BNS ne peut de toute façon pas courir le risque d'une bulle immobilière en raison de sa mission première. La stabilité des prix serait menacée au plus tard par la récession qui suivrait son éclatement.

est l'indépendance. D'innombrables études empiriques montrent que les banques centrales qui en bénéficient arrivent à des taux d'inflation faibles, sans nuire à la croissance économique⁷. Le principal facteur endogène est la réussite. Les banques centrales sont, avant tout, jugées sur la stabilité des prix obtenue antérieurement. On peut s'attendre par ailleurs à ce que les effets des mesures non conventionnelles prises durant la crise financière soient également passés à l'avenir sous la loupe.

La crédibilité est essentielle

Il est essentiel que la BNS, quelles que soient les mesures prises, préserve sa crédibilité quant à sa politique de stabilité des prix, ce qui est assurément le cas aujourd'hui (voir *graphique 4*). Le degré de crédibilité peut être mesuré au moyen d'un indicateur que nous avons appliqué à la Suisse en nous référant à Laxton/N'Diaye (2002)⁶. Celui-ci emploie une échelle allant de 0 (crédibilité faible) à 1 (crédibilité forte). La crédibilité d'une banque centrale n'est pas une loi naturelle; elle dépend de facteurs aussi bien structurels qu'endogènes. Le principal facteur structurel

4 Exposé de Thomas Jordan le 28 septembre 2011 devant la Société d'économie politique et de statistique de Bâle: *La Banque nationale suisse a-t-elle besoin de fonds propres?*

5 Elle conserve cependant son autonomie en matière de politique monétaire dans la mesure où elle peut suspendre à tout moment le cours plancher.

6 Voir Laxton D. et N'Diaye N., «Monetary Policy Credibility and the Unemployment-Inflation Trade-Off: Some Evidence from 17 Industrial Countries», *IMF-Working Paper*, n° 02/220, 2002.

7 Voir Klomp J. et de Haan J., «Inflation and Central Bank Independence: A Meta-Regression Analysis», *Journal of Economic Surveys*, n° 24/4, 2010, pp. 593–621. Les auteurs ont établi un rapport significatif entre l'indépendance d'une banque centrale et l'inflation, en s'appuyant sur une méta-analyse de 59 études.