

Politique monétaire suisse en changes flexibles : la pratique des objectifs monétaires

Michel Peytrignet

Introduction

Depuis l'avènement des changes flexibles, la Banque nationale suisse (BNS) a mis en œuvre une politique monétaire inspirée fortement par les principes de la théorie monétariste. Elle a développé dès 1975 un concept basé sur un objectif monétaire intermédiaire pour atteindre le mieux possible le but ultime de la politique monétaire suisse, à savoir le maintien de la stabilité des prix. Dès le début de cet exercice, la BNS s'est vue contrainte d'adopter une approche pragmatique. Ce faisant, elle acceptait la réalité incontournable que la Suisse, petite économie ouverte avec un marché financier de grande taille, devait subir de nombreux et fréquents chocs de l'extérieur.

Dans cette étude, nous procédons d'abord à une description des éléments théoriques que la BNS a toujours considérés comme importants dans le processus d'élaboration de son concept de politique monétaire. Dans une deuxième partie, je passe en revue les étapes importantes de la politique monétaire suisse de 1975 à 1999 pour étudier comment ce concept a évolué au cours du temps sous la pression des événements. Cette description des faits permet de voir comment, et dans quelle mesure, les principes monétaristes ont pu être appliqués en réalité en Suisse. Elle permet également de mettre en relief le rôle effectif joué par les agrégats monétaires

* Nous remercions Thomas Jordan, Georg Rich, Eveline Ruoss et Umberto Schwarz pour leurs commentaires et suggestions.

dans un cadre de pensée qui n'est jamais resté statique et dont la dynamique propre était dominée par un besoin de flexibilité nécessaire pour faire face aux différents chocs qu'ont subis l'économie suisse et la demande de monnaie. Un résumé des enseignements principaux que l'on peut tirer de ces expériences termine l'étude.

1 Les principes théoriques à la base de la politique monétaire suisse

1.1 Les principes fondamentaux

La BNS a adopté trois principes essentiels que l'on peut attribuer à la théorie monétariste¹. Le premier consiste à faire de la stabilité des prix le but ultime de sa politique monétaire. Le deuxième consiste à accepter le postulat selon lequel l'inflation est un phénomène essentiellement monétaire. Le troisième principe consiste à tenir compte des retards longs et variables avec lesquels les impulsions de la politique monétaire affectent, en Suisse aussi, l'évolution de l'économie et du renchérissement.

Le premier principe découle du fait que la stabilité des prix est reconnue comme la condition nécessaire pour garantir une évolution durable d'une économie le long de son sentier de croissance potentiel². Le deuxième principe découle de la théorie quantitative des échanges qui met en exergue le rôle causal de la monnaie dans le processus inflationniste de long terme lorsque la vitesse de circulation des agrégats monétaires est stable. Enfin, le troisième principe provient du fait que les retards longs et variables avec lesquels la politique monétaire affecte l'évolution future du renchérissement introduisent des incertitudes importantes dans la connaissance des mécanismes de transmission de la politique monétaire et rendent difficile voire impossible l'appréhension de la dynamique exacte avec laquelle ces mécanismes agissent au sein d'une économie. Ceci empêche de donner un rôle actif à la politique monétaire.

Au sein de l'école monétariste, ces principes eurent comme implication la plus notable la recommandation formelle faite par Milton Friedman à la banque centrale américaine en 1960 d'utiliser une règle passive de politique monétaire, sous la forme d'un objectif de croissance de la monnaie centrale de 4 % par an³.

1. Chrystal (1990).

2. Bien que la Constitution et la loi sur la BNS restent vagues sur la mission de cette dernière, en lui assignant la tâche de mener une politique monétaire qui satisfasse les intérêts généraux du pays, la BNS a toujours interprété cette mission comme donnant la priorité à la stabilité des prix. Cette interprétation jouit d'un large soutien populaire bien qu'elle ne recueille pas l'assentiment de tous les partis politiques.

3. Friedman (1960).

L'application de cette règle passive de politique monétaire ne doit pas impliquer nécessairement que les conditions monétaires restent identiques tout au long d'un cycle économique. En effet, une croissance continue de la masse monétaire au taux fixe de 4 % par an laisse jouer aux taux d'intérêt leur rôle de stabilisateurs automatiques de l'économie. Lorsque la demande de monnaie est stable, une offre de monnaie croissant à taux constant engendre automatiquement des mouvements correcteurs de taux d'intérêt sur la conjoncture. En cas de hausse conjoncturelle par exemple, l'accroissement de la demande de monnaie qui en découle provoque une hausse stabilisatrice des taux d'intérêt qui rétablit les conditions d'équilibre sur les marchés financiers d'abord, puis dans toute l'économie. En cas de récession, un mouvement inverse des taux d'intérêt aboutit aussi à l'équilibre.

En pratique cependant, les choses ne sont pas aussi simples, car la demande de monnaie est en général sensible à la variation des taux d'intérêt. La détention d'actifs liquides par le public est affectée par l'évolution des taux d'intérêt et souvent aussi par l'anticipation de celle-ci. Il est donc normal que, dans des marchés financiers libres, les agents révisent leurs décisions de portefeuille en cas de variation de taux d'intérêt.

Au niveau microéconomique, il en résulte qu'en cas de hausse de taux d'intérêt, l'agent rationnel vend des actifs liquides contre des actifs moins liquides, mais mieux rémunérés. Au niveau macroéconomique, ce comportement des agents implique une réduction de l'efficacité des stabilisateurs automatiques : plus la demande de monnaie est sensible à la variation des taux d'intérêt (en valeur absolue et toutes choses égales par ailleurs), plus la hausse des taux d'intérêt nécessaire à rétablir l'équilibre des marchés financiers après une augmentation exogène du volume des transactions sera faible pour un niveau d'offre de monnaie donné. L'inverse est vrai en cas de baisse du volume des transactions. Les variations endogènes des taux d'intérêt ne seront dès lors plus d'une ampleur suffisante pour freiner ou stimuler la marche de l'économie et ainsi rétablir une situation d'équilibre sur le front du renchérissement. Il s'ensuit logiquement qu'une politique monétaire plus activiste devient nécessaire. La banque centrale doit faire varier explicitement l'offre de monnaie de manière anticyclique pour renforcer les variations correctrices des taux d'intérêt. Une politique monétaire passive n'est donc pas suffisante.

Dans ces conditions, la banque centrale n'a que deux possibilités. Soit qu'elle adopte une politique monétaire discrétionnaire, mais en ce cas elle perd de vue l'essentiel du message monétariste, soit qu'elle adopte une

règle contingente de politique monétaire qui tienne compte explicitement des chocs affectant l'économie.

1.2 Rôles réservés aux agrégats monétaires

Dans un régime de politique monétaire inspiré du monétarisme, un agrégat monétaire peut jouer plusieurs rôles. En premier lieu, il sert d'ancre nominale. Comme la théorie quantitative des échanges indique clairement que l'inflation est un phénomène essentiellement monétaire, la monnaie joue naturellement le rôle d'une ancre nominale. Ce rôle d'ancre est particulièrement important à moyen terme, car s'il est bien établi qu'une croissance monétaire excessive durable engendre une croissance excessive des prix, personne n'est prêt à affirmer que chaque variation du niveau des prix a une explication monétaire.

En deuxième lieu, un agrégat monétaire joue un rôle d'outil dans le processus des décisions de politique monétaire en servant d'objectif intermédiaire. À cette fin, une valeur de référence est déterminée par les autorités monétaires concernant le niveau ou la croissance de l'agrégat compatible avec la stabilité des prix à moyen terme. En principe, les déviations de l'agrégat par rapport à cette valeur de référence appellent une correction systématique de la part de la banque centrale. Cette correction peut ne pas être immédiate, mais les opérateurs financiers, s'ils forment rationnellement leurs anticipations, peuvent escompter qu'elle interviendra dans un proche avenir. En pratique toutefois, l'agrégat monétaire ne joue souvent que le rôle d'un indicateur. Dans ce cas, la banque centrale observe les mouvements de l'agrégat, mais n'est pas forcée de réagir systématiquement aux déviations par rapport à la valeur de référence. Les déviations jouent un rôle de signal d'alarme qui nécessite une nouvelle analyse de la situation de la part de l'institut d'émission pour décider d'une éventuelle réaction.

Lorsque l'agrégat peut jouer le rôle d'un objectif intermédiaire, la banque centrale devrait pouvoir se permettre « d'oublier » le but final de stabilité des prix et donc peut-être même de négliger de définir explicitement et quantitativement cette notion. Seule une définition explicite de la croissance potentielle *nominale* de l'économie est requise pour définir la valeur de l'objectif monétaire intermédiaire. Une définition implicite de la stabilité des prix n'entre dans la définition de l'objectif que lorsque l'on connaît explicitement le taux de croissance potentiel de l'économie en termes réels.

Le troisième rôle que joue un agrégat monétaire dans un régime de politique monétaire d'inspiration monétariste est celui d'outil de communication. La marche d'un agrégat monétaire par rapport à sa valeur

de référence permet à la banque centrale d'avoir un cadre de référence pour expliquer sa politique au public, notamment aux médias. Ce cadre explicite accroît la transparence de la politique monétaire. Il permet entre autres de signaler les changements de cap de la politique monétaire. Lorsque l'agrégat monétaire joue le rôle d'objectif intermédiaire, selon la définition mentionnée ci-dessus, il peut également être utilisé par le public comme mesure d'évaluation des performances de la banque centrale. Cette possibilité est toutefois nettement moindre lorsque l'agrégat n'est considéré que comme un indicateur.

1.3 Objectif intermédiaire ou indicateur?

Pour être utilisé en tant qu'objectif intermédiaire de politique monétaire, un agrégat monétaire devrait satisfaire au mieux les quatre critères suivants :

1. Il devrait être aussi peu sensible que possible à la variation des taux d'intérêt. Plus un agrégat y est sensible, plus la banque centrale est forcée soit de fixer des objectifs variables, soit de tolérer des déviations persistantes par rapport à un objectif constant. De plus, les signaux de politique monétaire que fournit un agrégat sensible à la variation des taux d'intérêt peuvent être ambigus⁴. En Suisse, la monnaie centrale est l'agrégat le moins sensible à la variation des taux d'intérêt, suivi de M3, de M2 et enfin de M1, qui est le plus sensible⁵.
2. Sa demande devrait être suffisamment stable (en tout cas sa demande de long terme). Cette condition est nécessaire pour que les signaux émis par l'agrégat soient déchiffrables et pour permettre d'estimer la valeur de référence compatible avec la stabilité des prix. En Suisse, la stabilité

4. Comme l'inflation est essentiellement un phénomène monétaire, il est légitime de croire qu'une accélération de la croissance monétaire est potentiellement dangereuse pour l'évolution future du renchérissement. Or, lorsqu'un agrégat monétaire est très sensible aux variations de taux d'intérêt, dans certaines circonstances cette vérité peut être mise en doute sans mettre en défaut la théorie. En effet, supposons qu'une banque centrale ait dû recourir à une politique monétaire restrictive pour combattre une hausse indésirable du renchérissement. Il en est résulté des taux d'intérêt provisoirement élevés et une croissance monétaire inférieure à la normale. Suite à cette action, l'économie a amorcé un ralentissement précurseur et causal à la diminution voulue de l'inflation. La baisse ultérieure des taux d'intérêt pour rétablir des conditions monétaires normales induit alors une accélération de la croissance monétaire qui pourra dépasser temporairement la valeur jugée comme normale, sans pour autant risquer une nouvelle hausse future du renchérissement.

5. La monnaie centrale est définie comme la somme des billets en circulation auprès du public et des banques, plus les réserves du système bancaire auprès de la BNS. M1 est la somme des billets et pièces en circulation auprès du public non bancaire, plus les dépôts à vue et les comptes de transactions. Depuis 1995, M2 ajoute à M1 les dépôts d'épargne et M3, les dépôts à terme.

des agrégats monétaires a fait l'objet de nombreuses études. Les plus récentes sont Peytrignet (1996) et Peytrignet-Stahel (1998)⁶.

3. Le lien entre la création monétaire et la stabilité des prix future doit être statistiquement établi et être relativement stable. Le lien entre les agrégats monétaires suisses et l'évolution future du renchérissement est discuté brièvement dans l'Annexe 1.
4. Enfin, l'agrégat devrait être contrôlable par la banque centrale. Cette condition est plus facilement remplie pour les agrégats de définition étroite. Par définition, la monnaie centrale est le seul agrégat parfaitement et à tout moment contrôlable par la banque centrale. En pratique cependant, un tel contrôle peut induire une volatilité des taux d'intérêt qui peut rapidement devenir inacceptable pour l'institut d'émission. Les agrégats monétaires de définition large sont moins directement contrôlables.

Si seules les trois premières conditions ci-dessus sont remplies de façon satisfaisante, l'agrégat monétaire ne peut plus jouer totalement le rôle d'un objectif intermédiaire. Il peut au plus jouer le rôle d'un indicateur dans le processus de prise des décisions de politique monétaire.

1.4 Le concept de la politique monétaire suisse

Depuis l'avènement des changes flexibles, la Banque nationale suisse s'est inspirée des principes théoriques rappelés dans les paragraphes qui précèdent pour dessiner son concept de politique monétaire. Pendant plus de vingt années, elle a appliqué un concept basé sur un objectif intermédiaire défini sur un agrégat monétaire dans le but de maintenir la stabilité des prix.

Le but ultime de la politique monétaire suisse a toujours été le maintien de la stabilité des prix, particulièrement depuis l'avènement des changes flexibles, mais déjà depuis les années 1930⁷. Cette priorité a même fait écrire à Bernanke, Laubach, Mishkin et Posen (1999) que la BNS, avec la Bundesbank, étaient les précurseurs des banques centrales gérant un objectif direct d'inflation⁸. La stabilité des prix a par conséquent souvent eu la primauté, autant que faire se peut, sur le respect des objectifs monétaires lorsque des conflits entre stabilité des prix et respect de l'objectif monétaire sont apparus. Rich (1999) débat cette position⁹. On verra, dans la suite de

6. Les résultats principaux de ces études montrent que la demande de monnaie centrale est stable par intermittence, alors que celles de M2 et de M3 sont stables depuis le début des années 1980.

7. Cf., par exemple, Banque nationale suisse (1982), pages 22, 97 et suivantes.

8. Bernanke et coll. Cf. en particulier le chapitre 4 intitulé « German and Swiss Monetary Targeting: Precursors to Inflation Targeting ».

9. Rich (1999).

cette étude que, lorsqu'une appréciation de la devise helvétique a été d'une ampleur suffisante pour menacer sérieusement la situation conjoncturelle dans notre pays, la lutte contre cette appréciation a eu la priorité par rapport au respect de l'objectif monétaire. Avec une vision actuelle des événements, on pourrait interpréter cette attitude pragmatique vis-à-vis des objectifs monétaires comme étant inspirée par le souci d'éviter que des forces déflationnistes induites par l'ampleur des vagues d'appréciation du franc ne s'abattent sur l'économie suisse. À l'époque cependant, la lutte contre les effets négatifs des hausses du franc sur la conjoncture était considérée comme prioritaire. En effet, le prix à payer pour neutraliser ces chocs a été d'accepter une phase temporaire d'inflation.

Bien que les textes officiels de la BNS mentionnent fréquemment le rôle d'objectif intermédiaire joué par les agrégats monétaires dans le concept de la politique monétaire, en pratique, ceux-ci ont le plus souvent joué un rôle d'indicateur, certes important, plutôt que celui d'un objectif intermédiaire. En outre, on verra plus loin que ce concept a fortement évolué au cours du temps. Il a en effet été par trois fois aménagé, remanié et réinventé, au fur et à mesure que les circonstances l'ont exigé.

Cette description de la politique monétaire suisse depuis le milieu des années 1970 va permettre de mettre en relief le rôle effectif des agrégats monétaires, rôle important joué non seulement dans la communication de la politique monétaire suisse comme l'indiquait récemment Mishkin (1999, p. 588), mais également dans le processus de prise de décision¹⁰.

2 La politique monétaire suisse, un aperçu historique depuis 1971¹¹

Comme pour la plupart des autres pays, les dernières années du régime de changes fixes des accords de Bretton Woods furent difficiles pour la Suisse. Face aux incertitudes des marchés financiers, le franc suisse joua pleinement le rôle d'une monnaie refuge. Malgré deux réévaluations successives (9 mai et 18 décembre 1971) et le renforcement de nombreuses restrictions à l'importation de capitaux, le maintien d'un cours fixe du franc obligea la BNS à intervenir massivement sur le marché monétaire. La monnaie centrale s'accrût de 59,6 % en glissement annuel en février 1972 et M1, de 27,9 % en mars de la même année, ce qui provoqua une accélération rapide

10. Mishkin (1999).

11. *Avertissement.* Le texte qui suit donne un aperçu historique de la politique monétaire suisse, tel qu'il a pu être établi à partir de 1999. Il ne faut donc pas oublier que certains faits et particulièrement certaines données n'étaient peut-être pas connus au moment où la décision de politique monétaire relatée a été prise.

de l'inflation. Avec un long retard, cette dernière culmina à un taux de 11,9 % en décembre 1973. Pour arrêter ce désastre, la BNS, en accord avec le gouvernement fédéral, décida de laisser flotter le franc dès le 23 janvier 1973 et de mener une politique monétaire indépendante en vue de rétablir la stabilité des prix.

Trois périodes distinctes peuvent être identifiées depuis que la politique monétaire suisse a abandonné les changes fixes. La première va de 1975 à 1978. Pendant cette période, la BNS définit des objectifs annuels sur l'agrégat monétaire M1. Après une période de transition de 1978 à 1979, une seconde période, allant de 1980 à 1990, est identifiable. Pendant ces dix années, la BNS fixa un objectif annuel sur la monnaie centrale. Après une nouvelle période de transition, marquée par la perte temporaire de la monnaie centrale comme compas monétaire à la fin des années 1980, la BNS a introduit, en 1991, des objectifs pluriannuels sur la monnaie centrale désaisonnalisée. Ce système est encore formellement en vigueur jusqu'à la fin 1999. Dans la pratique cependant, à la suite de nouveaux chocs exogènes qui ont affecté la demande de monnaie centrale, la politique monétaire suisse a suivi, dès 1996, une nouvelle orientation dans laquelle l'agrégat monétaire M3 joue un rôle d'indicateur supplémentaire au côté de la monnaie centrale.

2.1 La politique monétaire suisse de 1975 à 1978 : objectifs annuels définis sur M1

En 1975, la BNS commença à mener une politique monétaire d'inspiration monétariste alors que l'inflation dépassait de loin ce qui était tolérable. Pour diminuer l'inflation, la BNS opta pour une stratégie en deux étapes. Dans une première étape, elle détermina et annonça un objectif intermédiaire de politique monétaire exprimé comme un taux de croissance désiré sur une année pour l'agrégat monétaire M1. Dans une deuxième étape, la BNS développa une procédure pour contrôler M1 et donc garder la croissance de cet agrégat en accord avec l'objectif annoncé.

M1 fut choisi à l'époque en se référant explicitement à l'existence d'un lien stable entre création monétaire sous forme de M1 et renchérissement (avec un retard de 2 à 3 ans) et à la bonne contrôlabilité de l'agrégat. Concernant ce second critère, la BNS était optimiste à l'époque dans ses capacités de pouvoir contrôler M1 « sans grandes difficultés »¹². Tout en reconnaissant que M1 n'était pas sous l'influence exclusive de la BNS, le lien étroit qui liait M1 à la monnaie centrale à l'époque pouvait être exploité et rendre possible le pilotage de M1 à travers celui de la monnaie

12. Rich et Béguelin (1985, p. 82).

centrale. Comme cette dernière est sous contrôle de l'institut d'émission, une condition nécessaire et suffisante pour influencer le cours de M1 par la monnaie centrale est d'avoir un multiplicateur monétaire stable et prévisible. Plus précisément, la pratique adoptée à l'époque consista à déduire de l'objectif public fixé sur M1 un objectif sur la monnaie centrale interne à la BNS à l'aide, dans un premier temps, de méthodes *ad hoc* puis, plus tard, à l'aide des prévisions du multiplicateur obtenues à partir d'un petit modèle économétrique développé spécialement à cette intention¹³. L'objectif de M1 et celui de la monnaie centrale étaient tous deux exprimés sous forme d'un taux de croissance moyen sur l'année. La BNS se refusa de s'astreindre à suivre un sentier particulier pour la croissance de ces agrégats en cours d'année. La monnaie centrale fluctuait du reste assez fortement pendant l'année. Ces fluctuations étaient tolérées, car elles résultaient soit de facteurs saisonniers, soit des efforts de l'institut d'émission pour atténuer les fluctuations du cours du franc. Les facteurs saisonniers étaient dominés par l'évolution des « crédits d'échéance », c'est-à-dire par l'augmentation des liquidités demandées par le secteur bancaire à la fin de chaque mois pour satisfaire les réserves minimales¹⁴. À cela s'ajoutaient les demandes de liquidités exceptionnelles en fin de trimestre par les banques commerciales à des fins d'habillage de bilan ainsi que les demandes irrégulières destinées à financer les opérations liées à la gestion des liquidités de la Confédération helvétique. Pour éviter de trop fortes variations des taux d'intérêt, la BNS satisfaisait en général une bonne partie de ces demandes de liquidités supplémentaires.

Pour tenir compte de la sensibilité de la demande de M1 aux variations des taux d'intérêt, la BNS fit varier l'offre de cet agrégat de manière anticyclique. En effet, alors que l'économie suisse s'ajustait difficilement au nouveau régime des changes flexibles, la BNS n'hésita pas à faire une politique monétaire plus restrictive que ne l'exigeait l'atteinte de l'objectif annuel de croissance de M1 pour diminuer l'inflation élevée, qui se montait à 6,7 % en 1975, quitte à enregistrer un taux de croissance de M1 inférieur à son objectif. Elle accepta ensuite un dépassement de l'objectif en 1976 pour rétablir des conditions monétaires « normales », alors que les résultats du processus de désinflation commençaient à apparaître. Toutefois, pour 1977, la BNS annonça une réduction d'un point de pourcentage de son objectif annuel pour maintenir dans les années suivantes la stabilité des prix fraîchement restaurée. Celle-ci ne fut pourtant que de courte durée. Dans l'ensemble toutefois, pendant ces trois années, les objectifs intermédiaires définis sur M1 ont permis d'exercer une contrainte suffisante dans le

13. Büttler et coll. (1979).

14. Les prescriptions de liquidités, comme sont appelées en Suisse les réserves obligatoires, pouvaient en effet n'être détenues, jusqu'à la fin de 1987, qu'en fin de mois.

processus décisionnel de la politique monétaire pour vaincre l'inflation. Ils ont également permis de communiquer clairement les intentions de la BNS, notamment celles de suivre une politique monétaire restrictive en 1975, de relâcher les rênes en 1976 et enfin de maintenir la stabilité des prix en réduisant quelque peu le taux de croissance objectif de M1 dès 1977. Ces performances sont donc acceptables, même s'il apparaît au sens strict que les objectifs annuels quantitatifs sur M1 n'ont été que partiellement atteints. La Tableau 1 ci-dessous résume ces résultats.

Tableau 1

Calendrier	Agrégat visé	Variations annuelles		
		Taux visé	M1	IPC
1975	M1	6 %	4,4 %	6,7 %
1976	M1	6 %	7,7 %	1,7 %
1977	M1	5 %	5,5 %	1,3 %
1978	M1	5 %	16,2 %	1,0 %
1979	DM/Sfr. plancher 0,80	–	–	3,6 %

Le taux de croissance de M1 enregistré en 1978, supérieur à l'objectif annuel de plus de 11 points de pourcentage, montre que quelque chose de particulier s'est passé cette année là.

2.2 1978 et 1979 : deux années d'exception

Bien que les objectifs monétaires aient constitué la pièce centrale de la politique monétaire depuis l'avènement des changes flexibles, la BNS n'a jamais voulu suivre une stratégie monétaire rigide en ignorant les chocs de change. Pour cette raison, la BNS a laissé la croissance monétaire s'écarter significativement de son objectif à plusieurs reprises lorsque l'appréciation du franc mettait en danger la conjoncture suisse. L'objectif monétaire restait cependant prioritaire, sauf en cas d'extrême urgence. En effet, l'industrie suisse dépend de manière évidente des variations réelles du franc, et la part des exportations suisses dans le PIB réel représentait déjà plus de 30 % à la fin des années 1970¹⁵. Il n'a par conséquent jamais été possible à la BNS d'adopter une attitude de douce insouciance vis-à-vis du cours de change. L'année 1978 fut une période d'extrême urgence. À la fin de 1977 déjà, le franc commença à s'apprécier fortement, en termes nominaux aussi bien que réels. À la mi-1978, l'ampleur de cette appréciation fut suffisante pour mettre sérieusement en danger l'économie suisse. Pour éviter les risques

15. Cette part représente même 43 % au 1^{er} trimestre de 1999.

déflationnistes associés à une récession majeure, la BNS décida au début d'octobre 1978 de mettre en veilleuse son objectif sur M1 et de le remplacer temporairement par un objectif de change sous la forme d'un plancher du cours du mark allemand exprimé en francs suisses. Le 1^{er} novembre 1978, les efforts de la BNS furent soutenus par des interventions conjointes des banques centrales américaine, allemande et japonaise. L'impact de ces interventions de changes sur la progression des agrégats monétaires fut spectaculaire. Pendant le dernier trimestre de 1978, la monnaie centrale augmenta de 27,8 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente, tandis que M1 progressait de plus de 23 %. Comme la BNS ne savait pas, à la fin de 1978, quand elle serait en mesure de revenir à une stratégie quantitative, elle renonça donc à fixer un objectif monétaire pour 1979. Au printemps de 1979, les turbulences sur les marchés des changes se calmèrent suffisamment pour permettre à la BNS d'éponger graduellement une partie de la monnaie centrale excédentaire. Ce processus continua tout au long de cette année. Il permit à la BNS de fixer un nouvel objectif monétaire pour 1980.

2.3 La politique monétaire suisse de 1980 à 1988 : objectifs annuels définis sur la monnaie centrale ajustée

Dès 1980, M1 fut abandonné comme objectif monétaire intermédiaire. Il fut remplacé par la monnaie centrale. Ainsi, le processus à deux phases nécessaire pour piloter M1 fut abandonné et l'attention de la BNS se focalisa exclusivement sur l'évolution de la monnaie centrale. L'objectif annuel fixé sur la monnaie centrale, qui était gardé interne à la Banque dans l'ancienne procédure, devint désormais public.

Les raisons du changement d'agrégat cible de M1 à la monnaie centrale sont à chercher dans les turbulences de 1978 et 1979. Celles-ci avaient suffisamment déstabilisé la demande de M1 pour rendre le modèle de prévision du multiplicateur monétaire obsolète. Pour garder une stratégie monétaire quantitative, la BNS choisit dès lors de fixer un objectif directement sur l'agrégat qu'elle contrôle directement, à savoir la monnaie centrale. Les différentes analyses scientifiques entreprises à cette époque montraient clairement qu'un tel changement d'agrégat était une démarche appropriée. Ces études avançaient deux résultats particulièrement intéressants : d'une part, la demande de M1 et donc le multiplicateur qui lie cet agrégat à la monnaie centrale étaient, à cette époque, sensibles aux variations anticipées du cours du franc suisse, alors que la demande de monnaie centrale ne l'était pas, et, d'autre part, le lien entre la création de monnaie centrale et la variation subséquente du renchérissement était similaire aux résultats obtenus avec M1 avant la période 1978-1979.

Comme la monnaie centrale est parfaitement contrôlable, elle satisfait dès lors mieux que M1 la totalité des critères nécessaires pour qu'un agrégat monétaire puisse servir d'objectif intermédiaire. En décembre de chaque année, la BNS communiquait au public un objectif monétaire intermédiaire, défini sur la monnaie centrale, qui était valide pour les douze mois suivants. Cet objectif était fixé de la manière suivante : compte tenu d'un renchérissement désiré de 0-1 % et d'une évaluation de la croissance potentielle suisse d'environ 2 % par an, le taux de croissance objectif de la monnaie centrale était évalué à 2-3 %, en retenant comme plausible une croissance de la vitesse de circulation de cet agrégat de 1 % par an au maximum. Ainsi, une croissance de 2-3 % par an de la monnaie centrale devait représenter une politique monétaire neutre. Lorsque la BNS décidait de mettre en œuvre une politique monétaire plus (moins) généreuse, elle communiquait un objectif annuel de croissance de son agrégat cible supérieur ou égal (inférieur ou égal) à la limite supérieure (inférieure) de cette fourchette de 2-3 %. Sur la base de cet objectif, la BNS s'efforçait d'établir une prévision de l'évolution des billets en circulation pour les douze mois suivants et elle déduisait, à partir de cette prévision et de l'objectif sur la monnaie centrale, un sentier de croissance en niveau pour les avoirs en comptes de virement, grandeur qui servait d'objectif opérationnel pour la Banque. Il est clair que ce sentier de croissance n'était pas totalement contraignant en ce sens que, suivant les événements, la Banque nationale pouvait s'en écarter. Mais, dans la mesure du possible, elle essayait de compenser ces écarts en cours d'année afin d'atteindre le mieux possible l'objectif annuel fixé pour la monnaie centrale.

En réalité, les choses étaient un peu plus compliquées en ce sens que l'objectif monétaire n'était pas fixé directement sur la monnaie centrale elle-même mais sur une variante que l'institut d'émission appelait « monnaie centrale ajustée » (MCA). Cette dernière n'était rien d'autre que la monnaie centrale corrigée du montant estimé des crédits à terme que la BNS octroyait aux banques commerciales en fin de mois pour que ces dernières puissent respecter les exigences monétaires minimales imposées par les prescriptions de liquidités.

Malgré le changement d'agrégat, les objectifs fixés ne furent pas atteints en 1980 et 1981. Les raisons ne sont pas à chercher dans des difficultés de contrôle de l'agrégat cible, car la BNS pouvait en tout temps piloter la monnaie centrale par des variations adéquates de l'offre de réserves mises à disposition du système bancaire. Elles tiennent d'une part à une sous-estimation de l'élasticité de la demande de monnaie centrale au taux d'intérêt et d'autre part au fait que la BNS dut mettre en œuvre en 1980 et 1981 une politique monétaire nettement plus restrictive pour lutter contre une reprise marquée du renchérissement. Celle-ci fut elle-même le résultat

des effets du second choc pétrolier et, avec les retards usuels, de l'excédent de création monétaire qui avait été nécessaire pour s'opposer à l'appréciation du franc de 1978-1979.

On peut se poser la question du bien-fondé de la fixation d'un objectif annuel de croissance de la monnaie centrale à 4 % pour ces deux années alors que l'on pouvait s'attendre qu'en suivant une politique monétaire restrictive la monnaie centrale n'allait certainement pas progresser à un rythme annuel aussi élevé. La réponse à cette question réside dans le fait que la BNS ne prévoyait pas en 1979 que la reprise de l'inflation serait aussi forte en 1980, étant donné qu'elle avait déjà réussi à retirer une grande partie des liquidités mises sur le marché pour défendre la parité du franc face au mark allemand. Elle ne s'attendait pas non plus à ce que le franc perde plus de 13 % de sa valeur en termes réels entre 1979 et 1981. Pour lutter contre cette vague d'inflation d'origine intérieure et importée, la BNS dut suivre une politique monétaire bien plus restrictive que celle qu'elle avait anticipée au moment de la fixation de l'objectif annuel pour 1980. Pour induire une hausse des taux d'intérêt suffisante, elle laissa la monnaie centrale décroître. Celle-ci se fixa donc bien en dessous de son objectif de 4 %. En ce qui concerne 1981, la BNS pensa que la lutte contre l'inflation serait temporaire et qu'elle ne devrait pas nécessairement empêcher une reprise de la croissance de la monnaie centrale dès 1981. Il ne faut pas oublier à ce stade que la fixation d'un objectif annuel permet de facto d'ajuster la base pour le calcul de l'objectif de l'année suivante. Cet effet de base aurait très bien pu suffire *ex ante* à rendre réaliste un objectif annuel de croissance de la monnaie centrale ajustée de 4 % en 1981 si la lutte contre l'inflation avait déjà porté ses fruits en 1980. Mais une lutte plus longue que prévu initialement fut nécessaire pour venir à bout de cette reprise tenace du renchérissement. Les taux d'intérêt élevés déprimèrent fortement la demande de billets en circulation, ce qui renforça la décroissance de la monnaie centrale ajustée en 1981. Le renchérissement commença à décroître en 1982, mais la stabilité des prix ne fut pas pleinement restaurée avant 1986.

Cette politique de diminution graduelle de l'inflation fut choisie délibérément par la BNS. En menant une politique monétaire sans à-coups, elle voulait éviter des fluctuations excessives des taux d'intérêt et des cours de change, ce qu'elle réussit à obtenir. En outre, il fallait agir avec prudence eu égard à la récession mondiale et à la lenteur avec laquelle l'économie suisse, touchée à partir de 1982, reprit le chemin de la croissance.

Dans les années qui suivirent, c'est-à-dire de 1982 à 1986, les objectifs intermédiaires fixés sur la monnaie centrale ajustée furent relativement bien atteints. Le dépassement de 1987 fait exception, mais il eut pour origine essentielle les liquidités supplémentaires mises à la

Tableau 2

Calendrier	Agrégat visé	Variations annuelles		
		Taux visé	MCA	IPC
1980	MCA	4 %	- 0,6 %	4,0 %
1981	MCA	4 %	- 0,5 %	6,5 %
1982	MCA	3 %	2,6 %	5,7 %
1983	MCA	3 %	3,6 %	3,0 %
1984	MCA	3 %	2,6 %	2,9 %
1985	MCA	3 %	2,2 %	3,4 %
1986	MCA	2 %	2,0 %	0,8 %
1987	MCA	2 %	2,9 %	1,4 %
1988	MCA	3 %	- 3,9 %	1,9 %
1989	MC dés.	2 %*	- 1,9 %*	3,2 %
1990	MC dés.	2 %**	- 2,6 %**	5,4 %

* Moyenne arithmétique des 12 taux de croissance de la MC désaisonnalisée par rapport au dernier trimestre de l'année précédente, lesquels sont annualisés et centrés sur le mois de novembre

** Moyenne du quatrième trimestre de 1990 par rapport au quatrième trimestre de 1989

disposition des marchés pour neutraliser les effets du krach boursier d'octobre.

En suivant une politique monétaire plus restrictive que prévu en 1980-1981, la BNS choisit délibérément d'accorder la priorité au rétablissement de la stabilité des prix par rapport au respect des objectifs monétaires. Pour ne pas perdre de crédibilité, il fut essentiel d'expliquer clairement dans les différents bulletins de la Banque les raisons de ces déviations.

Dans l'ensemble, la fixation d'un objectif annuel sur la croissance de la monnaie centrale fut une expérience assez positive jusqu'en 1986. En succédant à M1, la monnaie centrale hérita de la mission difficile d'assumer le contrôle d'une inflation qui s'accélérait de manière largement prédéterminée. Elle réussit à jouer correctement son rôle d'ancre nominale jusqu'à cette date, en indiquant à la BNS la direction à suivre pour rétablir des conditions monétaires normales lorsque la stabilité des prix fut à nouveau atteinte.

Toutefois, si, en Suisse, le renchérissement suit une création monétaire excédentaire avec un délai de deux à trois ans, l'inflation des années 1989-1992 dut certainement avoir ses racines dans une création monétaire excédentaire qui eut lieu dans les années 1986-1987. Pourquoi un tel dérapage eut-il lieu? Est-il imputable au choix de la monnaie centrale

comme agrégat de référence? Pourquoi celui-ci n'a-t-il pas signalé à temps le danger? La réponse à ces questions fait l'objet de la prochaine section.

2.4 Une nouvelle période de transition

En décrivant l'année 1985, le rapport annuel de la BNS parle d'une situation satisfaisante, caractérisée par une croissance économique vigoureuse avec toutefois une petite progression du renchérissement imputable « à la conjoncture mais aussi à l'hiver rigoureux et à l'envolée du cours du dollar, deux facteurs qui ont entraîné une hausse sensible des prix des biens importés au début de l'année »¹⁶. Concernant la politique monétaire, le rapport souligne que cette croissance conjoncturelle a permis de donner un caractère un peu plus restrictif à la politique monétaire et de se rapprocher plus rapidement du rythme de 2 % visé à moyen terme.

La croissance annuelle de la monnaie centrale ajustée passa de 2,6 % en 1984 à 2,2 % en 1985, et la croissance des agrégats monétaires de définition large ralentit de 2,7 % à 0 % pour M1 et de 6,2 % à 4,9 % pour M3. Par contre, comme le montre la Figure A2.5, les crédits crûrent à un rythme annuel de plus de 10 % en 1985.

Dès cette année, la hausse du cours du franc et ses éventuelles répercussions sur la situation conjoncturelle commencèrent à inquiéter les responsables de l'institut d'émission. La Figure A2.1 montre que le franc suisse s'apprécia notablement tout au long de 1985 et 1986. Dès 1986, cette hausse commença à déprimer fortement les exportations. Comme l'économie suisse sortait à peine de la récession qui avait accompagné la période de désinflation du début des années 1980, la BNS fut très sensible aux risques conjoncturels impliqués par la hausse du franc et la baisse des exportations. Le comportement de la monnaie centrale le permettant — l'objectif avait été atteint en 1985 et 1986 (Figure A2.4) —, les rênes de la politique monétaire furent relâchées. Aucun effet de liquidité n'eut lieu sur les taux d'intérêt (Figure A2.2), vu la forte demande de crédit, mais l'offre de M3 s'accéléra rapidement dès la fin de 1985 (Figure A2.5). Les effets baissiers sur la conjoncture de la diminution des exportations se concrétisèrent rapidement dès 1986, comme en témoigne le mouvement de l'écart de production à la Figure A2.3¹⁷. Les effets récessifs se renforcèrent au second semestre de 1986 lorsque la demande intérieure de biens et services s'affaiblit à son tour. À la mi-1986, la BNS assouplit encore sa politique monétaire en mettant davantage de liquidités à la disposition des

16. Banque nationale suisse (1986, p. 7).

17. Il est à noter, à ce stade, que l'analyse du texte se base sur des données conjoncturelles qui ont été maintes fois révisées depuis le milieu des années 1990. Les autorités monétaires ne disposaient pas à l'époque de données aussi précises que celles-ci.

banques commerciales lors des échéances mensuelles¹⁸. La demande de liquidités émanant des banques pour satisfaire les exigences légales en fin de mois avait conduit dans les mois qui précédèrent à des hausses des taux d'intérêt passagères mais massives aux échéances mensuelles. Pour contrecarrer ce phénomène, la BNS adopta une attitude plus souple, ce qui fit passer le taux de croissance annuel des avoirs en comptes de virement que les banques détiennent auprès de l'institut d'émission de 2,9 % en moyenne lors des six premières échéances de 1986 à 6,1 % lors des six dernières. À la fin de 1986, la BNS avait l'intention claire de faire marche arrière et de donner à sa politique monétaire un cours plus restrictif dès que des signes encourageants viendraient du marché des changes. Malheureusement, le cours des événements en 1987 ne se déroula pas selon ses plans.

Plusieurs événements exogènes contrecarrèrent en 1987 les intentions de la BNS. Le premier consista en une hausse inattendue des exportations dès le second semestre de 1987 due à une forte reprise du commerce mondial (Figure A2.6), et cela malgré un franc qui restait élevé (Figure A2.1). Ceci stimula rapidement la production nationale et l'écart de production se referma dès la fin de 1987.

De plus, en octobre 1987 le krach boursier nécessita d'augmenter temporairement la quantité de liquidités sur le marché monétaire. Ce qui fut fait, comme en témoigne l'évolution de la monnaie centrale pendant le dernier trimestre de 1987 (Figure A2.7).

Enfin, deux innovations techniques influencèrent grandement la demande de monnaie centrale dès le début de 1988. En effet, à mi-1987 fut introduit en Suisse un nouveau système de paiements interbancaires électronique (appelé SIC) qui permit aux banques commerciales de diminuer de manière drastique leurs besoins de réserves auprès de l'institut d'émission. Par conséquent, la BNS ne pouvait plus exiger des banques qu'elles gardent autant de réserves obligatoires non rémunérées. Une révision du système de réserves minimales s'imposait donc. Elle entra en vigueur le 1^{er} janvier 1988. Comme l'illustre la Figure A2.7, le système bancaire eut besoin de temps pour s'adapter à ces innovations, temps pendant lequel la demande d'avoirs en comptes de virement des banques et donc la demande de monnaie centrale subirent des chocs structurels à répétition. L'ampleur de la baisse de la demande de monnaie centrale qui intervint à partir de janvier 1988 surprit la Banque nationale, ce qui provoqua un large effet de liquidité sur les taux d'intérêt du marché monétaire. La BNS ne s'en alerta pas outre mesure, vu l'absence presque complète de réaction des taux d'intérêt sur le marché des capitaux, ce qui indiquait que les marchés financiers avaient correctement interprété ces

18. Cf. Banque nationale suisse (1987, p. 8).

chocs de liquidité comme étant temporaires. La Banque nationale réagit donc graduellement pour éponger les liquidités excédentaires du marché, ce qui provoqua une remontée des taux d'intérêt à court terme. Ceux-ci atteignirent leur niveau de fin 1987 dès la mi-1988.

Ces chocs structurels eurent pourtant d'importantes conséquences sur la politique monétaire, en ce sens qu'ils rendirent temporairement inutilisable la monnaie centrale en tant qu'indicateur. Privée de son compas, la Banque nationale n'eut pas d'autre choix que de s'adapter aux variations exogènes de la demande de monnaie centrale, ce qui eut comme conséquence que cet agrégat évolua bien en dessous de l'objectif de croissance annuel qui lui avait été assigné pour 1988. En observant l'évolution des taux d'intérêt pour se diriger pendant cette période troublée, la BNS put éviter de noyer de liquidités les marchés financiers, ce qui aurait certainement alimenté encore plus une inflation qui commençait déjà à s'accélérer à la suite des effets retardés de la création excessive de monnaie des années précédentes. Il est à noter que la BNS aurait pu se rendre compte que la création monétaire était excessive déjà avant 1988 en observant l'accélération de la croissance de M3 dès 1986 et celle des crédits bancaires dès 1984. Toutefois une confiance très limitée était accordée à l'évolution des agrégats monétaires de définition large et des crédits bancaires. Ces deux grandeurs étaient réputées instables. Compte tenu des éléments dont on disposait à l'époque, on ne peut que constater que cette attitude de méfiance était justifiée : les fonctions de demande pour ces agrégats étaient instables lorsqu'on les estime sur des échantillons qui ne comprennent que des données comprises entre 1975 et 1988¹⁹.

Ainsi, cette collection de chocs exogènes empêcha la BNS de neutraliser à temps les effets expansifs de la politique suivie de mi-1986 au début de 1987. Toutefois, consciente de cette situation, la BNS continua de restreindre l'offre monétaire à partir de mi-1988, ce qui fit monter les rémunérations à court terme de 1,6 % en février 1988 à 9,5 % en janvier 1990. La conséquence de cette politique monétaire restrictive fut que la monnaie centrale atteignit des niveaux qui se situaient bien en dessous des objectifs de 1989 et 1990 et cela malgré une adaptation du mode de calcul de l'objectif monétaire annuel qui avait pour but de tenir compte des changements structurels que la monnaie centrale avait subis. Il est à noter à ce stade que les objectifs annuels pour 1989 et 1990 furent fixés sur la monnaie centrale désaisonnalisée et non plus sur la monnaie centrale ajustée, vu que cette dernière avait *de facto* cessé d'exister dès la disparition des pics de demande de liquidités en fin de mois à la suite de la réforme des prescriptions de liquidités.

19. Cf. Peytrignet (1996).

Cet épisode illustre la façon dont des innovations technologiques peuvent fausser le comportement d'un indicateur monétaire. Les conséquences temporaires de ces chocs exogènes furent la mise à l'index de la monnaie centrale comme indicateur principal de la politique monétaire en 1988 et 1989. Les conséquences durables furent une révision du concept de politique monétaire de la Banque nationale et le passage à un système nettement plus flexible.

2.5 La politique monétaire suisse de 1991 à 1999 : objectifs pluriannuels définis sur la monnaie centrale désaisonnalisée

Après plusieurs années où l'objectif annuel défini sur la monnaie centrale ne put être atteint, la BNS eut besoin de réformer son concept de politique monétaire pour éviter de continuer sur une voie qui aurait pu à la longue entamer son capital de crédibilité. Elle restait cependant convaincue que la monnaie centrale serait à nouveau stable après que le système bancaire aurait achevé son adaptation aux innovations technologiques citées ci-dessus. Elle voulait par conséquent conserver cet agrégat étroit comme cible à cause de ses qualités intrinsèques qui ne sont partagées par aucun autre agrégat monétaire, à savoir sa faible sensibilité aux variations de taux d'intérêt, sa contrôlabilité et la disponibilité journalière de données statistiques fiables, non sujettes à révision. Cependant un besoin accru de flexibilité devenait nécessaire pour plusieurs raisons.

1. L'expérience des années 1980 avait montré qu'un concept monétaire basé sur des objectifs annuels s'accommodait mal des chocs de change qui peuvent affecter un petit pays largement ouvert sur l'extérieur. Dans une telle situation, une politique monétaire indépendante ne peut être maintenue que dans le cadre d'un concept suffisamment souple pour permettre de tenir compte de ces chocs et d'éviter les problèmes de crédibilité que peut poser le fait de manquer systématiquement un objectif monétaire défini sur un horizon annuel.
2. Un besoin accru de flexibilité se faisait également sentir à cette époque lorsqu'on considère les risques d'instabilité que les innovations financières et technologiques (notamment l'utilisation plus intensive des moyens de paiement sans numéraire) faisaient courir aux fonctions de demande des agrégats monétaires, particulièrement aux agrégats de définition étroite. La BNS se devait donc d'adopter un système de politique monétaire qui permette de réagir avec souplesse aux chocs exogènes affectant la vitesse de circulation de la monnaie centrale.
3. Le besoin de flexibilité était d'autant plus nécessaire, si l'on voulait conserver la monnaie centrale comme agrégat cible, que la part des avoirs en comptes de virement dans cet agrégat avait diminué de 25 % avant l'introduction du système de paiements SIC et la révision des

prescriptions de liquidités à moins de 9 % après ces réformes. Ainsi, avec 91 % de la monnaie centrale composée de billets en circulation, la compensation des mouvements endogènes de la demande de billets sur un horizon annuel devenait très problématique. En effet, bien que toujours théoriquement possible, une telle compensation aurait certainement engendré des variations de taux d'intérêt de grande ampleur sur le marché monétaire qui auraient pu à leur tour induire des variations indésirables du cours du franc. Comme la demande de billets en circulation est une fonction négative du rendement servi sur les comptes et dépôts d'épargne, qui lui suit les mouvements des taux d'intérêt du marché monétaire avec un retard de deux à trois trimestres, la demande de billets et donc la demande de monnaie centrale sont dominées par des mouvements endogènes qui sont difficiles à compenser sur un horizon annuel. Une telle compensation aurait en outre été absurde du point de vue de la politique monétaire. Ce problème existait certes avant la révision des prescriptions de liquidités, mais il s'intensifia énormément après celle-ci. Avec une part aussi faible des avoirs en comptes de virement dans la monnaie centrale, cette dernière devenait nettement plus sensible aux variations de taux d'intérêt.

Pour répondre à ce besoin accru de flexibilité, la BNS décida de fixer pour 1991 et les années suivantes un objectif pluriannuel sur la monnaie centrale désaisonnalisée. En choisissant cette solution, elle conservait un compas monétaire à moyen terme tout en prenant en compte la moindre contrôlabilité à court terme de la monnaie centrale. Dès cette date, la BNS choisit un taux annuel de progression de la monnaie centrale désaisonnalisée à moyen terme de 1 %. Aucun horizon précis ne fut annoncé, seulement un ordre de grandeur de trois à cinq ans. Le taux de 1 % représentait une évaluation identique à celle utilisée pour fixer les objectifs annuels en ce qui concerne le renchérissement (1 %) et la progression potentielle réelle de l'économie suisse (environ 2 %). Toutefois, la croissance de la vitesse de circulation de la monnaie centrale avait augmenté de 1 % à environ 2 % à la suite de la diminution de la part des avoirs en comptes de virement dans l'agrégat. La croissance annuelle de 1 % de la monnaie centrale désaisonnalisée en moyenne devait donc suffire pour assurer le maintien de la stabilité des prix implicitement définie dans le calcul de l'objectif.

Par souci de transparence, la BNS décida, dès le début de 1993, d'élargir le cadre de son concept dans deux directions. En premier lieu, elle publia un sentier de croissance pour son agrégat cible (Figure A2.7)²⁰. Ce faisant, elle indiquait au public que ce nouveau concept courrait rétroactivement depuis le dernier trimestre de 1989. Elle ne précisa

20. Voir Banque nationale suisse (1993, p. 57).

cependant pas explicitement que l'horizon à moyen terme consistait en une période de cinq années. L'objectif à moyen terme consistait en la moyenne des taux de croissance de la monnaie centrale désaisonnalisée des derniers trimestres de chaque année par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Le sentier de croissance à moyen terme de la monnaie centrale devenait une aide visuelle servant de ligne directrice pour juger de l'évolution de l'agrégat cible. Une deuxième mesure pour augmenter la transparence fut la publication, chaque trimestre, de prévisions pour la monnaie centrale désaisonnalisée pour le trimestre suivant afin de ne pas laisser les marchés financiers sans information régulière. Cette publication complétait les textes des différents bulletins de la Banque dans lesquels les mouvements de la monnaie centrale désaisonnalisée par rapport aux prévisions, ainsi que les écarts par rapport au sentier de croissance à moyen terme de cet agrégat, étaient longuement expliqués.

La BNS commença par fixer le sentier de croissance à moyen terme clairement au-dessus de la position de la monnaie centrale en 1991 pour tenir compte du fait qu'elle suivait une politique monétaire très restrictive depuis plusieurs années et donc qu'elle devrait rétablir des conditions monétaires plus normales dans un futur plus ou moins proche afin d'éviter que l'économie suisse n'atteigne un nouvel équilibre de stabilité des prix en passant par une période déflationniste.

Consciente de ce risque, la BNS avait tenté de relâcher quelque peu le degré de restriction de sa politique monétaire en 1990 déjà. Il était encore trop tôt. La réaction sur le marché des changes fut immédiate. Le franc suisse se déprécia fortement, ce qui augmenta l'inflation importée et convainquit la BNS de faire marche arrière. Pourtant en 1991, la croissance de la monnaie centrale désaisonnalisée put quand même atteindre 1,4 %, ce qui était supérieur à la moyenne de 1 %. Ce n'est cependant qu'au milieu de 1992, lorsque la tendance à une décélération du renchérissement en Suisse fut nette et que le système monétaire européen entra en crise, que la BNS put avec succès relâcher le cours de sa politique monétaire. De la fin de 1992 à la mi-1994, la monnaie centrale se rapprocha de son sentier de croissance à moyen terme sans toutefois encore l'atteindre. Comme le montre le Tableau 3, la croissance de la monnaie centrale désaisonnalisée fut encore une fois négative (- 1 %) en 1992 à cause principalement d'une réduction de la demande de billets. Celle-ci découlait de l'évolution conjoncturelle et de la politique monétaire très restrictive suivie pendant le premier semestre de l'année. En 1993, la croissance de la monnaie centrale atteignit 2,8 %, reflétant le relâchement de la politique monétaire que la BNS souhaitait depuis plusieurs années. L'évolution de l'agrégat cible fut par contre moins satisfaisante dès le second semestre de 1994 à la suite d'une forte appréciation du franc qui provoqua une rapide désinflation et une diminution

de la demande de monnaie centrale. La BNS réagit en laissant baisser les taux d'intérêt du marché monétaire, mais cette baisse fut timide. En effet, des craintes, fondées *ex ante*, d'un risque d'une montée des anticipations inflationnistes en prévision de l'introduction de la taxe à la valeur ajoutée en janvier 1995 avait rendu la BNS très prudente, trop prudente même lorsque l'on observe cette période avec du recul.

À la fin de 1994 s'acheva le premier exercice de fixation d'un objectif pluriannuel sur la monnaie centrale désaisonnalisée. Le bilan que l'on peut tirer de cette période est le suivant. Avec un taux de croissance de 0,24 % de l'agrégat cible en moyenne sur cinq ans et un écart de 4 % en dessous de son sentier de croissance à moyen terme au dernier trimestre de 1994, la stabilité des prix put être restaurée grâce à une politique monétaire particulièrement restrictive. Pendant cette période, la priorité au retour à la stabilité des prix prima à nouveau nettement sur le souci d'atteindre un objectif monétaire. Toutefois, en indiquant clairement la direction générale vers laquelle l'offre de monnaie devait être ajustée à moyen terme pour rétablir des conditions monétaires normales après la phase restrictive du début des années 1990, le sentier de croissance à moyen terme de la monnaie centrale désaisonnalisée joua les rôles d'indicateur et d'ancre monétaire que l'on pouvait attendre de lui.

Tableau 3

Calendrier	Agrégat visé	Variations annuelles		
		Taux visé	MC dés.	IPC
1990	MC dés.	1,0 %	- 2,6 %*	5,4 %
1991	MC dés.	1,0 %	1,4 %*	5,8 %
1992	MC dés.	1,0 %	- 1,0 %*	4,0 %
1993	MC dés.	1,0 %	2,8 %*	3,3 %
1994	MC dés.	1,0 %	0,6 %*	0,8 %
Variation moyenne		1,0 %	0,24 %	
1995	MC dés.	Pente du sentier de croissance à moyen terme		1,8 %
1996	MC dés.			0,8 %
1997	MC dés.			0,5 %
1998	MC dés.			0,0 %
1999	MC dés.	1,0 %	0,6 %	

* Taux de variation calculé au quatrième trimestre d'une année par rapport au quatrième trimestre de l'année précédente

La BNS ne fut cependant pas capable d'amener la monnaie centrale sur son sentier de croissance à moyen terme dès 1994, ce qui avait été son intention au moment de l'instauration de ce nouveau cadre de référence. Les raisons sont à chercher pour moitié dans la nécessité du maintien d'une

politique restrictive plus longtemps que prévu à cause d'une inflation particulièrement tenace et difficile à vaincre, alimentée par une tendance endémique à la faiblesse du franc pendant la première partie de la décennie. Pour l'autre moitié, les raisons des déviations persistantes de l'agrégat par rapport à son sentier de croissance sont à chercher dans des chocs exogènes qui ont affecté aussi bien la demande d'avoirs en comptes de virement, suite à l'adoption de nouvelles techniques permettant aux banques commerciales d'améliorer leur gestion des liquidités, que la demande de billets en circulation, à la suite d'un usage de plus en plus courant des moyens de paiement sans numéraire. Ces deux types d'innovation n'ont cependant pas suffisamment déstabilisé le comportement de long terme de la monnaie centrale pour que la BNS remette en cause le système lui-même.

En décembre 1994, la BNS décida donc de maintenir le principe d'un objectif pluriannuel sur la monnaie centrale désaisonnalisée et elle fixa un nouvel objectif qui devait être valable pour la période 1995 à 1999. Toutefois, pour tenir compte des effets des innovations citées ci-dessus sur la demande des deux composantes de la monnaie centrale, elle décida de réviser à la baisse la position du sentier de croissance à moyen terme. Elle laissa cependant ce dernier à un niveau encore supérieur à la position de la monnaie centrale pour permettre le rétablissement de conditions monétaires « normales » dans les années qui allaient suivre. Pour éviter que le cumul des taux de croissance de la monnaie centrale ne vienne contredire l'évolution en niveau de cet agrégat, la BNS renonça désormais à évaluer ses performances par rapport à l'objectif à moyen terme en comptabilisant une moyenne des taux de croissance de la monnaie centrale désaisonnalisée du dernier trimestre de chaque année. Elle épura ainsi son concept de politique monétaire en ne conservant que le sentier de croissance à moyen terme comme objectif. L'évolution de la monnaie centrale par rapport à ce sentier devenait ainsi le moyen d'évaluer le cours de la politique monétaire. La BNS continua à indiquer à la fin de chaque année une anticipation de la croissance de la monnaie centrale désaisonnalisée pour l'année suivante. Cette prévision pouvait être plus ou moins formelle, comme à fin 1994 où la BNS indiqua son anticipation pour 1995 d'une croissance annuelle de 1 à 2 % de la monnaie centrale désaisonnalisée, ou carrément informelle comme à fin 1995, où elle indiqua seulement que la monnaie centrale devrait se rapprocher de son sentier de croissance à moyen terme en 1996. À la fin de 1996, la BNS indiqua seulement que la monnaie centrale devrait rester au-dessus de son sentier de croissance à moyen terme tout au long de 1997. L'intention de ces annonces était de fournir des indications supplémentaires aux marchés financiers sur le cours que la BNS entendait donner à sa politique monétaire dans le court terme. À la fin de 1994, la BNS annonça encore qu'elle entendait relâcher un peu plus sa politique monétaire pour réduire l'écart par rapport au sentier de croissance à moyen terme en 1995.

Bien que l'évolution de l'économie fût très différente de ce qui avait été anticipé à fin 1994 (en 1995 le franc s'apprécia de 7,2 %, le renchérissement et l'évolution de la conjoncture furent moins rapides que prévu), la BNS réussit à induire une croissance de la monnaie centrale de 1,4 %, ce qui est un taux supérieur à la moyenne de moyen terme de 1 %, et cela malgré une série de facteurs négatifs. Pour atteindre ce résultat, les taux d'intérêt du marché monétaire furent ramenés de 4 % à environ 2 %. Cette évolution fut entérinée par une réduction en quatre étapes du taux d'escompte de la BNS. Toutefois, la monnaie centrale désaisonnalisée ne témoigna de ce relâchement drastique qu'à partir de la fin de 1995, avec le retard prévisible de deux à trois trimestres que met une impulsion de politique monétaire pour se transmettre des taux d'intérêt courts sur les rendements des comptes d'épargne et sur l'évolution des billets en circulation.

La BNS a poursuivi cette politique monétaire expansionniste jusqu'à l'heure actuelle pour contrecarrer une évolution conjoncturelle qui reste déficiente et qui pourrait engendrer des pressions déflationnistes en cas de normalisation de la situation monétaire. Il ne faut pas oublier que l'objectif final de stabilité des prix requiert également de prévenir une déflation.

Dès le milieu de 1996, la monnaie centrale désaisonnalisée connut de nouveaux chocs structurels. Celle-ci fut affectée par des transferts massifs par les banques commerciales des avoirs en comptes postaux vers des avoirs en comptes de virement²¹. De plus, dès février 1997, commença une croissance élevée des billets en circulation, particulièrement des coupures de 1 000 francs. Après enquête, la BNS s'aperçut rapidement que cette croissance n'était pas liée à la politique monétaire, mais qu'elle était due à des facteurs exogènes, décelables statistiquement, mais dont l'origine reste économiquement obscure. Ces chocs exogènes affectèrent suffisamment la monnaie centrale pour que cet agrégat surestime fortement le degré d'expansion de la politique monétaire suivie par la BNS en 1997, 1998 et 1999. Face à ces incertitudes quant à l'interprétation des signaux de politique monétaire qu'émettait la monnaie centrale désaisonnalisée, la BNS informa le public dès 1997 qu'elle retenait désormais M3 comme indicateur additionnel pour la conduite de sa politique monétaire.

La BNS renonça cependant à abolir ou à réformer plus profondément son concept de politique monétaire axé sur la monnaie centrale. La raison est à chercher essentiellement dans l'approche de l'avènement de l'Union économique et monétaire en Europe, ce qui signifia l'abolition en 1999 du

21. Les avoirs en comptes postaux comme les avoirs en comptes de virement sont des moyens de détention des liquidités qui sont acceptés par la loi pour satisfaire la détention des liquidités requises. Si les avoirs en comptes de virement font partie intégrante de la monnaie centrale, les avoirs en comptes postaux ne sont pas comptés dans cet agrégat.

mark allemand et l'introduction de l'euro comme monnaie européenne unique dans onze pays voisins. L'anticipation de cette révolution monétaire et la fragilité de la conjoncture suisse, tirée encore à cette époque par la seule croissance des exportations, convainquit la BNS de prêter une attention soutenue à l'évolution de la conjoncture et du cours du franc. Elle pouvait se permettre ce regain d'attention à la conjoncture et aux changes, étant donné l'évolution modérée de M3 dont la croissance restait compatible avec la stabilité des prix à moyen terme. De plus, les turbulences sur les marchés financiers asiatiques et les crises russe et brésilienne ralentirent encore naturellement la reprise de l'économie suisse et la croissance de M3 en 1998.

À la fin de 1999, le concept d'objectif à moyen terme fixé sur la monnaie centrale désaisonnalisée arrivera à son terme. À cause de l'instabilité de la demande de billets et de celle des avoirs en comptes de virement, qui vraisemblablement se poursuivront dans les prochaines années avec la généralisation de l'usage de la monnaie électronique, ainsi qu'à la suite des restructurations du paysage bancaire helvétique et de diverses innovations technologiques et financières qui continuent d'affecter la gestion des liquidités des banques, il sera en effet impossible à la BNS de fixer un nouvel objectif à moyen terme sur cet agrégat. Un nouveau concept de politique monétaire devra donc être élaboré pour l'an 2000. Vraisemblablement, les agrégats monétaires joueront encore un rôle important d'indicateur dans ce nouveau concept.

Conclusions

Les performances du système d'objectif intermédiaire monétaire appliqué par la BNS de 1975 à 1999 ont été dans l'ensemble bonnes. En interprétant les objectifs monétaires de manière pragmatique, ce concept, dans ses différentes versions, a permis de rétablir à trois reprises la stabilité des prix en Suisse après que la BNS s'est vue contrainte d'intervenir pour contrecarrer les effets négatifs de désordres de change. Ce concept a permis à la Suisse de garder une politique monétaire indépendante, ce qui a certainement contribué au fait que les taux d'intérêt helvétiques, aussi bien courts que longs, se situent à un niveau inférieur de 150 à 200 points de base aux taux correspondants allemands, qui ont toujours été les plus bas d'Europe.

Toutefois, si la politique monétaire suivie pendant ces 24 dernières années a permis à la Suisse d'enregistrer un taux d'inflation moyen de 2,6 % sur la période 1976-1998, ce qui est tout à fait honorable en comparaison internationale (voir Figure A2.8), ce taux moyen de renchérissement dépasse de plus du double le taux « normal » de 1 % retenu implicitement dans le calcul des objectifs monétaires. Selon Rich (1997), « le problème

réside dans une réponse inappropriée de la BNS à des perturbations comme les chocs inattendus de change ». À l'aide d'un petit modèle macroéconomique avec anticipations rationnelles, il montre que :

en présence de retards entre création monétaire et inflation, la BNS fait face à un conflit entre stabilité des prix et de la production à court terme d'une part et stabilité des prix à long terme d'autre part. En particulier, si la BNS veut réagir de manière optimale à un changement non anticipé des préférences des agents en matière d'actifs, elle doit accepter une volatilité à court terme du taux de change considérable pour préserver la stabilité des prix dans le long terme²².

Pour conclure, je serais tenté de tirer encore trois enseignements de ces expériences.

L'utilisation des agrégats monétaires comme objectifs intermédiaires — ou peut-être de manière plus réaliste comme indicateurs principaux — de la politique monétaire suisse s'est révélée une pratique utile pour garder à l'esprit les implications de long terme des décisions de politique monétaire ainsi que pour prendre ces décisions de manière préventive. Un exemple a été l'année 1992, où la BNS a pu communiquer au public son intention de relâcher le cours de sa politique monétaire, alors que l'inflation était encore élevée. Un autre exemple a été 1994, où les signaux émis par la monnaie centrale n'ont pas été pris assez au sérieux, ce qui a conduit à maintenir une politique monétaire trop restrictive trop longtemps.

À mon avis, les difficultés intrinsèques que l'on rencontre lors de la prise des décisions de politique monétaire en pratique ne dépendent que faiblement du type particulier de concept de politique monétaire adopté, pour autant que celui-ci soit crédible. Or la crédibilité est largement fonction des performances d'ensemble enregistrées dans l'atteinte du but final, la lutte contre le renchérissement, et du soin que la banque centrale apporte à ses communications publiques de politique monétaire. En créant un cadre de référence simple, l'usage des agrégats monétaires comme objectifs intermédiaires s'est révélé un moyen très efficace pour faciliter la communication avec le public. Cela a fait écrire du reste à Bernanke et coll. (1999) que la BNS a choisi de manière régulière des règles simples avec des explications compliquées plutôt que des règles compliquées avec des explications simples²³.

Enfin, pour une petite économie ouverte comme la Suisse, la tâche de maintenir la stabilité des prix a été rendue spécialement difficile par le fait que le pays possède un marché financier d'importance internationale et que sa devise joue fréquemment un rôle de monnaie refuge.

22. Rich (1997), ma traduction; première citation, p. 113; seconde, p. 140.

23. Cf. Bernanke, Laubach, Mishkin et Posen (1999, p. 53).

Annexe 1

Figure A1.1
Corrélation entre variation
monétaire et
renchérissement (en %)
Échantillons récursifs

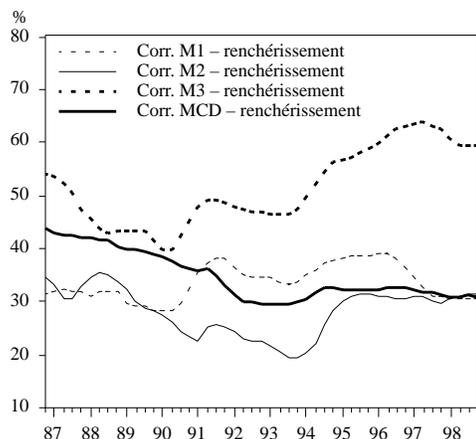
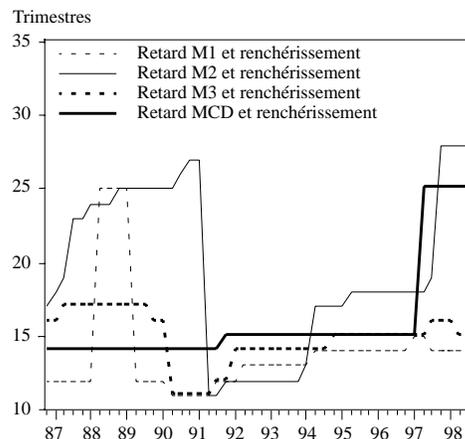


Figure A1.2
Retard en trimestres où la
corrél. entre variation monét.
et renchérissement est maximale
Échantillons récursifs



La Figure A1.1 contient les coefficients de corrélation maximale calculés entre les variations des agrégats monétaires suisses (M1, M2, M3 et monnaie centrale désaisonnalisée) et les variations du renchérissement mesurées par le taux de croissance sur douze mois de l'indice des prix à la consommation. La Figure A1.2 contient le retard mesuré en trimestres où cette corrélation est maximale. Les estimations ont été faites sur plusieurs échantillons commençant chacun au dernier trimestre de 1976. Le premier échantillon se termine au dernier trimestre de 1986, le deuxième au premier trimestre 1987 et ainsi de suite jusqu'au dernier trimestre de 1998, dernière date où sont disponibles des données définitives concernant les agrégats monétaires suisses.

Ces figures permettent de mesurer l'existence du lien entre création monétaire et progression du renchérissement en Suisse et d'en tester la stabilité. La Figure A1.1 montre que M3 (M2) est l'agrégat qui a la plus forte (la plus faible) corrélation avec l'inflation sur tous (presque tous) les échantillons. On observe à la Figure A1.2 que les retards où la corrélation est maximale varient énormément pour M2, tandis que ceux pour M3 sont nettement plus stables, variant assez peu aux alentours de 14 trimestres. Toujours à la Figure A1.2, les retards avec lesquels la monnaie centrale désaisonnalisée affectent le renchérissement étaient assez stables, entre 14 et 15 trimestres, jusqu'à 1996. Dès 1997, ce dernier passa brusquement à 25 trimestres, ce qui confirme un problème de stabilité de cet agrégat, détecté également par d'autres méthodes statistiques.

Annexe 2

Figure A2.1

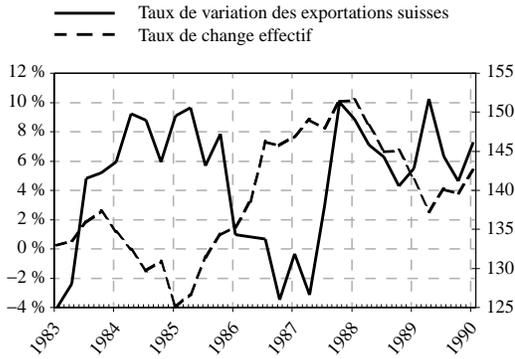


Figure A2.2

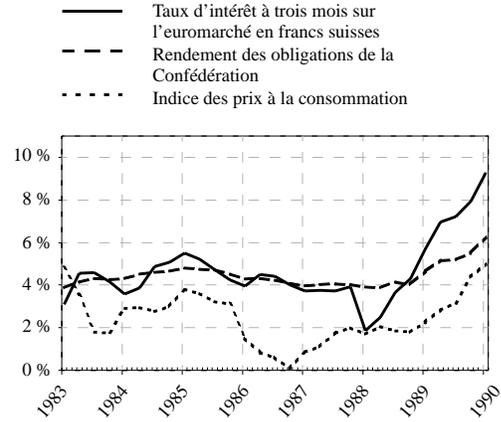


Figure A2.3

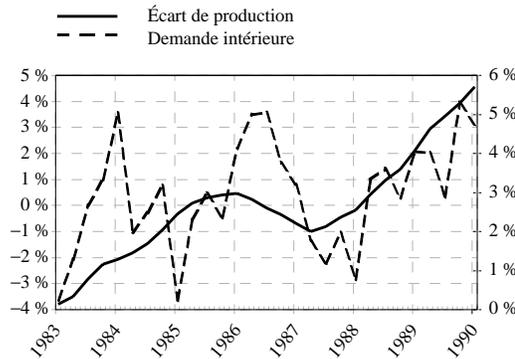


Figure A2.4

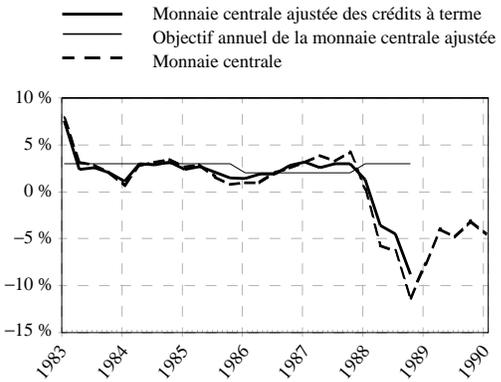


Figure A2.5

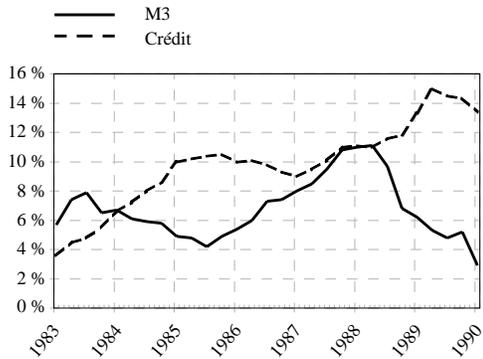
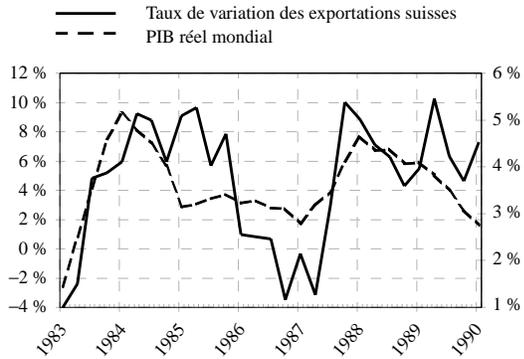
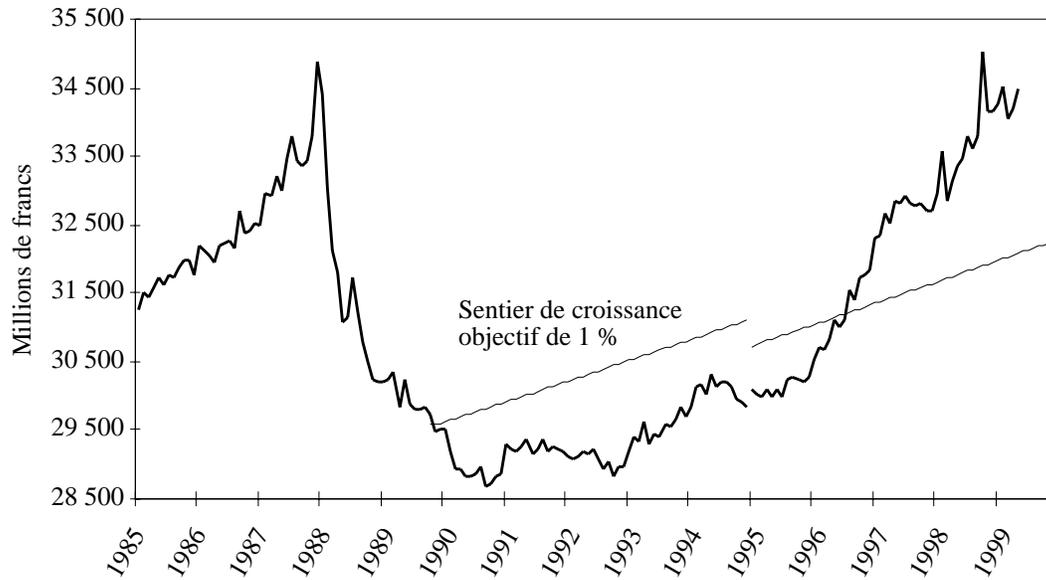


Figure A2.6



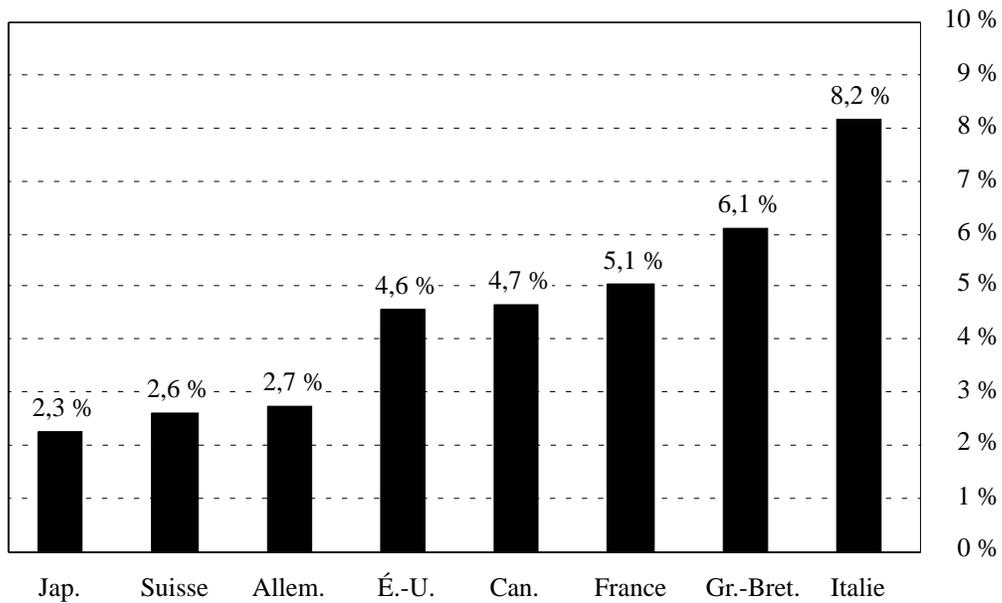
Source des données des Figures A2.1 à A2.6 : Oxford Economic Forecasting

Figure A2.7
Monnaie centrale désaisonnalisée



Source des données : Banque nationale suisse

Figure A2.8
Glissement annuel moyen du renchérissement (IPC) 1976-1998



Source des données : Banque nationale suisse

Bibliographie

- Banque nationale suisse (1982). *75^e anniversaire, Banque nationale suisse, Les années 1957 à 1982*, Berne.
- (1986). *78^e rapport de gestion, 1985*, Berne.
- (1987). *79^e rapport de gestion, 1986*, Berne.
- (1993). *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel n° 1, mars.
- Bernanke, B.S., T. Laubach, F.S. Mishkin et A.S. Posen (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton, N.J., Princeton University Press.
- Büttler, H.-J., J.-F. Gogerat, H. et K. Schiltknecht (1979). « A Multiplier Model for Controlling the Money Stock », *Journal of Monetary Economics*, vol. 5, n° 3, p. 327-341.
- Chrystal, K. A., (dir.) (1990). *Monetarism*, 2 vol., Aldershot, Edward Elgar.
- Friedman, M. (1960). « The Goals and Criteria of Monetary Policy » *In : A Program for Monetary Stability*, The Millar Lectures, n° 3, 1959, New York, Fordham University Press, p. 77-101, (109-110).
- Mishkin, F. S. (1999). « International Experiences with Different Monetary Policy Regimes », *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, n° 3, p. 579-605.
- Peytrignet, M. (1996). « Stabilité économétrique des agrégats monétaires suisses », *Monnaie et conjoncture*, n° 3, p. 251-277.
- Peytrignet, M. et C. Stahel (1998). « Stability of Money Demand in Switzerland: A Comparison of the M2 and M3 Cases », *Empirical economics*, vol. 23, n° 3, p. 437-454.
- Rich, G. (1997). « Monetary Targets as a Policy Rule: Lessons from the Swiss Experience », *Journal of Monetary Economics*, vol. 39, n° 1, p. 113-141.
- (1999). « Inflation and Money Stock Targets: Is There Really a Difference? », communication présentée à la conférence internationale sur la conduite de la politique monétaire organisée par la Banque centrale de Chine et l'Institut d'économie, Académie Sinica, Taipei, Taiwan, les 12 et 13 juin.
- Rich, G. et J.-P. Béguelin (1985). « Swiss Monetary Policy in the 1970s and 1980s: An Experiment in Pragmatic Monetarism ». *In : Monetary Policy and Monetary Regimes: A Symposium Dedicated to Robert E. Weintraub*, Center Symposia Series, n° CS-17, Center for Research in Government Policy and Business, Graduate School of Management, University of Rochester, p. 76-111.

Commentaires

Chantal Dupasquier

C'est avec enthousiasme que j'ai accepté l'invitation du département des Études monétaires et financières de la Banque du Canada de commenter l'étude de Michel Peytrignet, mon confrère de la Banque nationale suisse (BNS), et c'est avec autant de plaisir que j'ai préparé mes commentaires.

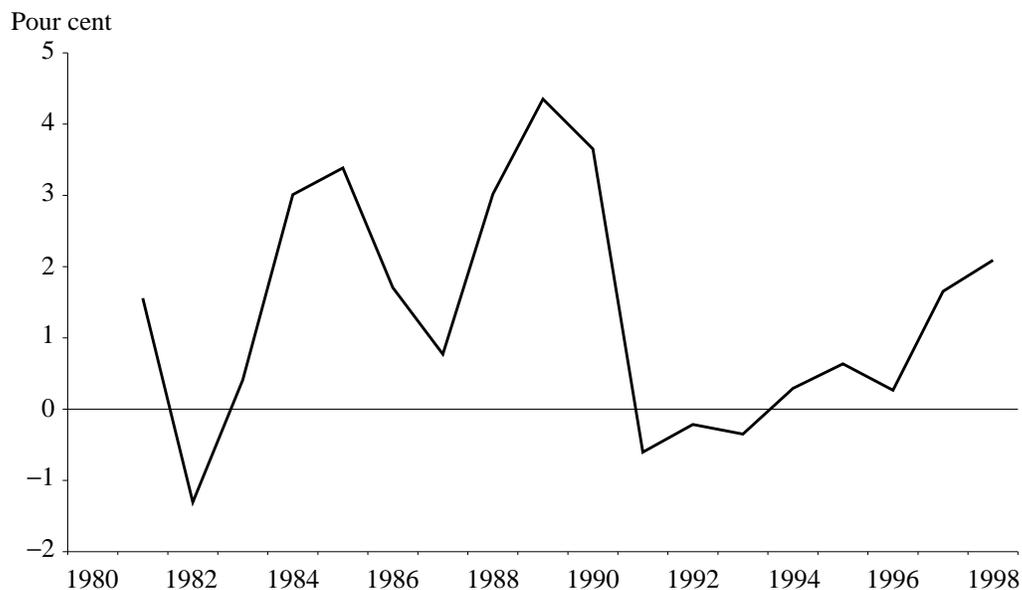
Avant d'entrer dans le vif du sujet, j'aimerais examiner brièvement la performance économique suisse récente, tant sur le plan de la croissance réelle que sur celui de l'inflation.

La Figure 1 ci-après illustre l'évolution (d'une année à l'autre) du PIB en termes réels à partir de 1980. Comme nous pouvons le constater, l'élément marquant de cette figure est le ralentissement très prononcé qu'a subi l'économie helvétique durant les années 1990. De fait, durant sept années consécutives, soit de 1991 à 1997, le PIB a littéralement stagné, n'enregistrant qu'une croissance moyenne annuelle de 0,2 %. Ce n'est qu'en 1998 que cette économie a montré des signes de reprise.

Du côté de l'inflation, la Figure 2 présente le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation total pour la Suisse et les pays du G7 depuis le début des années 1970. Il ressort clairement de cette figure que les résultats enregistrés par la BNS au chapitre de l'inflation se comparent très avantageusement à ceux obtenus par les pays du G7, et ce, sur l'ensemble de la période. De fait, exception faite du Japon, la Suisse enregistre le taux moyen d'inflation le plus faible de ces pays entre 1976 et 1998. Ce résultat est d'autant plus remarquable que la Suisse est une petite économie ouverte, largement tributaire de chocs externes qui, plus souvent que la BNS ne le souhaite, rendent la mise en œuvre de la politique monétaire très délicate.

La question centrale de l'étude consiste à examiner les principes théoriques et empiriques sur lesquels s'est appuyée la Banque nationale suisse pour mettre en œuvre sa politique monétaire. Comme l'auteur vient

Figure 1
Glissement annuel du PIB réel suisse



de nous l'exposer, la stratégie adoptée par la BNS depuis l'abandon du système de Bretton Woods consiste à fixer une cible intermédiaire basée sur un agrégat monétaire.

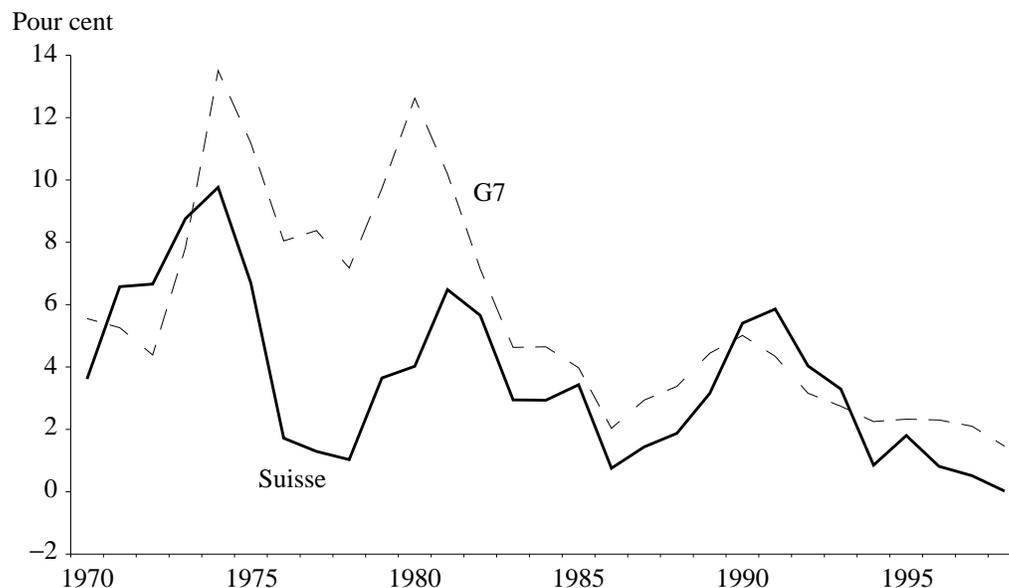
À ce titre, il identifie trois périodes distinctes d'application de cette stratégie :

- de 1975 à 1978, la BNS poursuit des objectifs **annuels** définis en fonction de M1;
- de 1980 à 1988, les objectifs sont **annuels** et définis en fonction de la base monétaire ajustée;
- de 1991 à 1999, les objectifs sont **pluriannuels** et définis en fonction de la base monétaire désaisonnalisée.

Pour mieux comprendre comment la BNS a réussi à obtenir ces résultats sur le front de l'inflation, regardons tout d'abord son mandat. Bien que la constitution suisse et la loi régissant la BNS restent relativement vagues quant à la mission de cette dernière, qui est de « satisfaire les intérêts généraux du pays », la BNS a toujours interprété sa mission comme devant donner priorité à la stabilité des prix. En soi, ce mandat ne diffère pas vraiment de celui des autres banques centrales. Toutefois, la particularité de la BNS est qu'elle fixe la croissance de l'agrégat monétaire en se basant sur un taux d'inflation se situant généralement entre 0 et 1 %, taux implicite d'inflation qui était déjà utilisé dans les années 1970 et 1980. À ma connaissance, peu de pays ont pris des moyens aussi avant-gardistes pour associer leur objectif monétaire à un niveau d'inflation aussi bas avant le

Figure 2

Glissement annuel de l'IPC pour la Suisse et les pays du G7



début des années 1990, moment où ce concept est devenu très populaire parmi les banques centrales. Par ailleurs, un aspect important pour la BNS est que cet objectif jouisse d'un large soutien populaire, ce qui, sans nul doute, doit en faciliter l'atteinte, puisque les anticipations des agents sont selon toute vraisemblance ancrées fortement dans ce bas taux d'inflation.

Je ne reviendrai pas sur les trois périodes étudiées par l'auteur. Étant donné que l'histoire est du passé et que nous ne pouvons pas la changer — sauf l'interprétation qu'on lui donne —, je me pencherai seulement sur la période récente.

Depuis le début des années 1990, la BNS définit une cible pluriannuelle pour la base monétaire désaisonnalisée, comparativement à une cible annuelle pour les deux décennies précédentes. Pourquoi ce changement? Si on examine les objectifs établis dans le passé par la BNS, on remarque que les objectifs annuels fixés pour les agrégats monétaires n'ont pas été atteints dans plus de 50 % des cas et parfois dans une plus forte proportion. Par conséquent, la BNS, par souci de préserver sa crédibilité a adopté, à partir de 1991, un cadre qu'elle qualifie de plus flexible pour mettre en œuvre sa politique. J'aimerais toutefois souligner que l'adoption de ce cadre a coïncidé avec l'émergence d'un nouveau volet dans la littérature économique. À la faveur de l'évolution des techniques économétriques et notamment de la théorie de la cointégration, des chercheurs ont établi des relations empiriques de long terme entre la

monnaie et les prix. À cet égard, mes collègues du département des Études monétaires et financières ont mis sur pied un programme de recherche axé sur l'économie canadienne et dont certains résultats ont fait l'objet de présentations durant ce colloque. Bien que l'auteur ne fasse pas explicitement mention d'une demande de monnaie de long terme, j'ai l'impression qu'il s'agit là d'un élément important, qui justifie d'ailleurs l'adoption par la BNS d'une cible intermédiaire pluriannuelle et qui mériterait d'être souligné. J'ajouterais à cela un autre élément pour renforcer le choix par la BNS des cibles pluriannuelles. Compte tenu des réalités entourant la mise en œuvre de la politique monétaire et du fait que le mécanisme de transmission s'étend sur une période assez longue (un à deux ans, voire plus), un objectif pluriannuel me semble plus approprié.

Par ailleurs, je voudrais souligner que la lecture du texte ne m'a pas totalement convaincue que l'adoption d'une cible, ou précisément l'adoption d'une cible monétaire, soit l'élément crucial qui a permis aux autorités monétaires suisses d'atteindre leur objectif d'inflation. La BNS a, tout au long des trois dernières décennies, usé d'un cadre spécifique pour expliquer sa politique au public et ainsi être en mesure de rajuster le tir afin de s'acquitter de son mandat. Je pense donc que l'élément le plus important est le fait que les autorités suisses se soient dotées d'une cible explicite. En ce sens, une cible d'inflation aurait peut-être tout aussi bien permis d'atteindre un bas taux d'inflation.

Quelles sont donc les leçons à tirer de l'expérience des autorités monétaires suisses? J'en relèverais deux :

- l'utilisation d'une cible peut à long terme contribuer à restreindre l'inflation;
- la flexibilité et la transparence semblent être des ingrédients essentiels pour atteindre de bons résultats.

J'aimerais en terminant soulever des questions qui demeurent à mon avis sans réponse à la lecture de cette étude et qui mériteraient peut-être un peu plus d'attention. Bien qu'il soit abondamment question de la crédibilité de la politique monétaire suisse dans cette étude, l'auteur ne dit mot sur la façon dont cet élément est intégré au processus de prise de décision à la BNS. À cet égard, j'aimerais faire référence à certaines études qui, tout en reconnaissant la crédibilité élevée dont bénéficie la BNS, montrent que le coût pour l'économie helvétique de la réduction de l'inflation (le ratio de sacrifice) n'est statistiquement pas très différent du coût assumé par d'autres pays qui eux semblent bénéficier d'une crédibilité moins élevée.

D'autre part, quel rôle jouent les attentes des agents économiques dans la dynamique de l'inflation en Suisse? L'inflation a reculé de façon marquée, passant de près de 6 % en 1991 à essentiellement zéro en 1998.

J'attire de nouveau l'attention sur la très faible croissance économique en termes réels qu'a connue la Suisse depuis le début des années 1990 et je me demande si l'inflation n'aurait pas dû se replier davantage, étant donné cette très longue période de stagnation?

Finalement, une autre question reste en suspens à la fin de la lecture de cette étude. Où se dirige la BNS en l'an 2000? L'auteur demeure assez vague sur les options envisagées par la BNS pour la conduite future de la politique monétaire. Est-ce que, à l'instar de la Banque centrale européenne ou de nombreuses autres banques centrales du monde, la BNS va pencher en faveur de l'adoption de cibles explicites d'inflation ou va-t-elle plutôt continuer avec des cibles monétaires qui semblent à bien des égards jouer beaucoup plus un rôle d'indicateur que de cible intermédiaire?

Commentaires

Daniel Racette

Dans son texte, Michel Peytrignet nous brosse un grand tableau décrivant, de manière fort détaillée et précise, les diverses phases de la politique monétaire suisse de 1975 à nos jours.

Cette description présente un intérêt certain, ne serait-ce que pour la valeur du témoignage sur une expérience monétariste qui, sans avoir un caractère tout à fait unique, est exceptionnelle à tout le moins par sa durée. Par son propos, le texte de Peytrignet se situe au cœur du thème de ce colloque, en ce qu'il relate les aléas de l'utilisation faite par une banque centrale des agrégats monétaires comme objectifs intermédiaires. Comme les agrégats monétaires sont tombés dans l'ombre, ou même tout simplement dans l'oubli, dans la formulation de la politique monétaire de la plupart des pays industrialisés, l'analyse comparative de l'expérience suisse devrait nous permettre de tirer des leçons quant à la possibilité de leur réhabilitation.

Dans mes commentaires, j'effectuerai une telle analyse comparative en faisant tout d'abord ressortir les ressemblances — parfois troublantes — entre les expériences suisse et canadienne. Par la suite, je passerai en revue les aspects qui distinguent l'expérience suisse en matière de politique monétaire. Dans un cas comme dans l'autre, le but de l'analyse sera de voir si les ressemblances sont suffisamment fortes et les différences suffisamment négligeables pour qu'on puisse penser à transposer à tout le moins certains aspects de l'utilisation faite des agrégats monétaires par la Banque nationale suisse (BNS) à d'autres contextes.

Des similitudes parfois troublantes...

Comme le Canada, la Suisse est au rang de ce qu'il est convenu d'appeler les petites économies ouvertes. Le parallèle entre les deux pays à cet égard n'est

certainement pas parfait, puisque le franc suisse a souvent été perçu comme une monnaie refuge, statut que le dollar canadien n'a pas (encore!) atteint, et que la Suisse n'est pas particulièrement ce qu'on considérerait comme un producteur important de ressources naturelles. Les deux pays sont toutefois suffisamment semblables en termes d'ouverture de leur économie pour que leur banque centrale respective ne puisse se permettre de négliger l'évolution du taux de change, quels que soient les autres aspects stratégiques de leur politique monétaire. De fait, l'analyse de la politique monétaire suisse montre bien que, tout comme la Banque du Canada dans certains épisodes des années 1970 et 1980¹, la BNS s'est préoccupée des mouvements de sa devise à la baisse comme à la hausse (fin des années 1970), même si c'était parfois au détriment de la crédibilité de ses cibles monétaires. On peut d'ailleurs affirmer que c'est tout particulièrement à cause de ce contexte d'économie ouverte que la Banque nationale suisse, comme la Banque du Canada, a dû se résoudre à adopter une approche qui, tout en se basant sur un solide cadre théorique et sur des considérations importantes pour la transparence et la responsabilité, devait être avant tout pragmatique, c'est-à-dire capable de s'adapter à un environnement en constante évolution.

De là surgissent peut-être les nombreuses similitudes entre des épisodes vécus de la politique monétaire suisse et des épisodes équivalents au Canada. Ainsi, comme la Banque du Canada avec l'arrivée de la désormais célèbre taxe sur les produits et services en 1991, la BNS a vécu les affres de l'introduction d'une taxe à la valeur ajoutée (en 1995) qui a mené, selon le texte de Peytrignet, à une action préventive fort probablement « trop prudente ». Par ailleurs, la BNS semble avoir réagi comme plusieurs autres banques centrales à la crise boursière de 1987 en relâchant sa politique, sans doute au détriment de l'atteinte de sa cible de monnaie centrale ajustée.

En 1990, les banques centrales suisse et canadienne font face à une situation virtuellement identique. Aussi Peytrignet fait-il le constat suivant : « Consciente de ce risque [déflationniste], la BNS avait tenté de relâcher quelque peu le degré de restriction de sa politique monétaire en 1990 déjà. Il était encore trop tôt. La réaction sur le marché des changes fut immédiate. Le franc suisse se déprécia fortement [...] » (p. 242). La Banque du Canada a connu des circonstances très semblables lorsqu'en janvier 1990, elle essaya de provoquer une baisse de 29 points de base de son taux d'escompte, alors que les marchés ne l'avaient pas anticipée. La chute du dollar fut telle qu'il fallut relever très fortement les taux d'intérêt. Il semble

1. Voir à ce sujet Courchene (1981) et Howitt (1985).

bien que le ciblage monétaire de la BNS n'ait pas été une panacée contre ce genre de circonstances.

Finalement, on peut souligner la très grande ressemblance des décisions prises par les deux banques centrales qui, en 1975, avaient toutes deux adopté une cible monétaire intermédiaire définie en fonction de l'agrégat M1 afin de combattre une inflation record². Dans les deux cas, le choix de M1 se justifiait par la contrôlabilité de cet agrégat et par son lien présumé avec l'inflation³. En Suisse comme au Canada, l'expérience semble porter ses fruits jusqu'en 1978, mais les choses se gâtent à partir de 1979, année où M1 commence à se comporter de manière instable⁴.

Bien qu'on puisse jusqu'ici observer un certain parallèle entre les deux situations, les leçons tirées par les deux banques centrales de l'insuccès de cette expérience de ciblage monétaire furent cependant très différentes : la BNS s'empressa dès 1980 de redéfinir des cibles monétaires en adoptant un nouvel agrégat monétaire, la monnaie centrale ajustée. Au Canada, l'impression laissée par l'expérience fut tellement douloureuse que, non seulement la Banque du Canada abandonna le ciblage monétaire, mais les agrégats monétaires furent relégués dans l'ombre de la politique au moins pour quelques années⁵. Une telle différence d'attitude face à l'utilisation des agrégats monétaires dans le processus de la politique réside-t-elle dans les facteurs qui distinguent le contexte économique et monétaire suisse du contexte canadien?

2. Il est intéressant de noter que le taux « intolérable » d'inflation en Suisse en 1975 était de 6,7 %, alors qu'il avoisinait les 12 % au Canada. Notons toutefois que, dans la turbulence de la fin du régime de changes fixes, le taux d'inflation suisse avait culminé à 11,9 % en décembre 1973.

3. Il convient cependant de souligner que la contrôlabilité de M1 en Suisse passait par la base monétaire et le multiplicateur, alors qu'au Canada, le contrôle de M1 se faisait le long d'une demande qu'on présumait stable.

4. Avec une inflation de 1 %, le succès anti-inflationniste de la politique monétaire suisse fut cependant plus convaincant, alors que le taux d'inflation était de plus de 8 % au Canada en 1978. Par ailleurs, bien que l'instabilité de la demande de M1 ait pu conduire la BNS à préférer la monnaie centrale à M1 comme agrégat-cible de la politique monétaire suisse en 1980, Peytrignet nous explique bien que c'est d'abord et avant tout la forte appréciation du franc suisse dès 1978 qui a conduit à l'abandon temporaire du ciblage monétaire par la BNS en 1978 et 1979.

5. En fait, ils ne firent officiellement leur réapparition qu'en 1988 à la faveur de l'étude de Hostland et coll. (1988) sur les mérites respectifs de 46 agrégats monétaires différents. Mais l'étude ne faisait que commenter les qualités d'indicateurs des agrégats, sans pour autant présenter une conclusion précise sur l'utilisation des agrégats dans le processus de la politique monétaire.

Des différences marquantes

Une première différence notable entre les deux contextes est le fait que, selon le texte de Peytrignet, la stabilité des prix est l'objectif ultime de la politique monétaire suisse depuis déjà les années 1930, ce qui fait certainement de la BNS un précurseur de la plupart des autres banques centrales en cette matière. De plus, grâce au soutien populaire dont jouit cet objectif, la BNS peut depuis longtemps se permettre d'adopter une interprétation relativement rigoureuse de cette philosophie, qualifiant d'intolérable un taux d'inflation de 6,7 % en 1975 et établissant le succès en termes de stabilité des prix à des taux nettement inférieurs à 1 % sur l'ensemble de la période analysée.

Dans le contexte d'une telle pérennité de l'objectif de stabilité des prix, on a de la difficulté à concevoir que la BNS puisse être aux prises avec des problèmes de crédibilité de sa politique face à des pressions inflationnistes ou même parfois déflationnistes, d'autant plus qu'elle s'est dotée d'un point d'ancrage sous la forme d'objectifs monétaires intermédiaires. Mais c'est pourtant le cas. Selon cette expérience, le ciblage monétaire n'aurait pas été d'un grand secours face à des chocs qui viennent modifier les anticipations. Mais au fil du récit de Peytrignet, on a rapidement l'impression que le problème réside dans le fait que l'expérience du ciblage monétaire en Suisse au cours des 24 dernières années a peut-être été dénaturée non seulement par les nécessaires périodes de transition qui ont donné lieu à des changements de l'agrégat visé ou dans le processus de ciblage monétaire, mais encore par les changements successifs (obligés?) de la primauté donnée à divers objectifs tels le taux de change (1978-1979, 1990), la stabilité des prix (1980-1981, 1995-1999) ou l'agrégat monétaire cible (autres périodes). De plus, la description des divers épisodes pendant lesquels primait le ciblage monétaire fait voir que les objectifs intermédiaires étaient généralement interprétés de manière relativement souple par la BNS et que les résultats ont été très variables. Il se peut qu'ainsi, les agrégats monétaires ciblés aient perdu aux yeux du public ou des marchés leur rôle d'outil de communication ou même d'ancre nominale crédible. Étant donné la pérennité de l'objectif ultime de stabilité des prix poursuivi par la politique monétaire suisse, on se demande en fait s'il n'aurait pas été préférable dans les circonstances d'ancrer tout le système sur une cible d'inflation (ou de niveau de prix) plutôt que de risquer de trahir ainsi l'esprit du ciblage monétaire.

Cette idée se trouve d'ailleurs renforcée lorsqu'on constate, en observant l'épisode de transition de la fin des années 1980, que les délais entre la monnaie et l'inflation semblent particulièrement longs en Suisse, du moins à cette époque. Ainsi, selon le texte, l'inflation de la période

s'étendant jusqu'à 1992 et même, si on y regarde de plus près, jusqu'à 1993, trouve sa source « dans une création monétaire excédentaire qui eut lieu dans les années 1986-1987 » (p. 236). Cependant, comme la croissance de la monnaie centrale ajustée est de moins de 3 % pour ces deux années, il faut, pour comprendre cette affirmation, se tourner vers le comportement de M3 (Figure A2.5 du texte), dont la croissance prend effectivement une ampleur certaine (environ 11 %) particulièrement en 1987-1998, mais retombe aussitôt après. À moins que nous ne disposions pas dans le texte de Peytrignet de l'information nécessaire pour pouvoir juger correctement de ces circonstances, il faut conclure que le processus de la politique monétaire en Suisse doit être très particulier pour qu'une si courte période d'expansion monétaire puisse avoir des effets s'étendant sur une période de près de six ans. Dans ce contexte, l'utilisation des cibles monétaires s'avère tout particulièrement héroïque, puisqu'il demande à la politique monétaire de fonctionner dans un cadre prospectif déraisonnablement long.

La dernière différence significative qui, celle-là, a probablement favorisé la durée de l'utilisation des cibles intermédiaires monétaires en Suisse, est le long retard dans l'apparition des innovations financières, du moins par rapport à l'expérience canadienne en cette matière. Selon le texte de Peytrignet, les premières manifestations des innovations financières se sont fait sentir vers la fin des années 1980 et elles semblent s'être limitées aux méthodes techniques de détention des réserves par les banques commerciales, qui permettaient à ces dernières de réduire le montant des réserves qu'elles doivent détenir. Ce n'est ensuite qu'en 1996 qu'une nouvelle vague d'innovations financières fait perdre à l'agrégat monétaire visé, la monnaie centrale désaisonnalisée, son rôle d'indicateur ou d'objectif intermédiaire. Quand on se place dans une optique canadienne, selon laquelle c'est déjà à la fin des années 1970 que l'on a vu une succession de vagues d'innovations monétaires et financières importantes⁶, on ne peut qu'être surpris d'un tel retard. Peut-être la différence réside-t-elle dans le fait que la BNS visait un agrégat monétaire tellement étroit qu'elle n'avait pas à se préoccuper des innovations financières touchant les agrégats plus larges. Mais, si c'est le cas, il aurait été utile que Peytrignet le précise dans son texte ou, sinon, qu'il informe le lecteur sur les particularités du cadre réglementaire qui ont pu faire en sorte que si peu d'innovations financières (ou des innovations financières d'une envergure si faible) affectent le processus monétaire suisse. Il va sans dire que le ciblage monétaire est beaucoup plus difficile dans un contexte où les agrégats monétaires doivent sans cesse être modifiés pour tenir compte des innovations technologiques ou financières importantes.

6. Voir, par exemple, le texte sur ce sujet présenté à ce colloque par Aubry et Nott.

Conclusion

En guise de conclusion, on peut dire que le texte de Peytrignet nous permet de constater, une fois de plus, que la politique monétaire est un exercice difficile pour lequel il faut pouvoir se doter non seulement d'un solide cadre théorique, mais aussi d'une bonne dose de pragmatisme. Comme nous le savons bien au Canada, l'exercice s'avère tout particulièrement pénible dans le cadre d'une petite économie ouverte où il semble toujours difficile de se résoudre à tolérer une plus grande variabilité du taux de change pour ne se concentrer que sur l'objectif ultime de stabilité des prix. Comme on ne peut généralement pas se permettre de négliger les effets des mouvements brusques du taux de change, la conduite et l'interprétation de la politique monétaire deviennent encore plus complexes, car les considérations d'ordre tactique et stratégique deviennent alors difficiles à départager.

La BNS a été un précurseur dans l'adoption de la stabilité des prix comme objectif ultime de la politique monétaire. Le texte de Peytrignet souligne bien, par sa description de l'expérience de la fin des années 1970, à quel point il est difficile d'atteindre isolément un tel objectif. Cette analyse illustre particulièrement bien comme il pourrait être difficile pour le Canada de garder le cap sur la stabilité des prix si la politique monétaire américaine n'arrivait plus à contenir les pressions inflationnistes aux États-Unis.

Vu la longue expérience qu'ils ont de l'objectif de stabilité des prix, les Suisses sont bien placés pour affirmer l'importance, dans ce contexte, de l'adoption d'une ancre nominale pour la politique monétaire. Cette ancre nominale doit, on le voit dans l'analyse de Peytrignet, être bien annoncée et claire pour tous. L'expérience suisse en a été une où le point d'ancrage de la politique monétaire a été l'adoption d'objectifs intermédiaires monétaires. L'apparition tardive des innovations monétaires et financières a certainement facilité la tâche de la BNS à cet égard et c'est sans doute pour cela que les Suisses ont pu poursuivre si longtemps cette expérience à saveur monétariste. Que les objectifs intermédiaires aient été définis sur une base annuelle ou sur une base pluriannuelle, que l'agrégat retenu ait été M1 (par l'entremise de la base monétaire), la monnaie centrale, la monnaie centrale ajustée (désaisonnalisée ou non) ou, plus récemment, M3, les agrégats monétaires ont toujours eu une place dans la formulation de la politique monétaire suisse des 24 dernières années. Peytrignet nous affirme même qu'ils seront présents dans la formulation de cette politique après 1999. La BNS a tenu à les retenir dans la formulation de sa politique monétaire parce que, semble-t-il, ils sont utiles.

Cependant, l'analyse de cette longue expérience de ciblage monétaire montre aussi qu'il n'a pas toujours été facile de garder le cap et que la BNS a souvent dû se résoudre à changer la primauté accordée à ses différents

objectifs. Comme nous l'avons déjà souligné dans ces commentaires, on se demande parfois s'il n'aurait pas été plus simple pour la BNS de passer, comme mes collègues de la Banque du Canada le prônent de manière si enthousiaste, à une simple cible d'inflation.

Cela dit, peut-on vraiment se permettre de soulever des critiques à l'égard d'une banque centrale qui, comme le montre la Figure A2.8 du texte, a dans l'ensemble obtenu des résultats généralement beaucoup plus satisfaisants du point de vue de l'inflation que les autres banques centrales au cours du dernier quart de siècle? Leurs succès ne sont sans doute pas étrangers au fait que les gens de la BNS ont toujours compris que les agrégats monétaires, à tout le moins comme indicateurs, véhiculent une information utile pour la conduite de la politique monétaire et qu'il ne faut pas les négliger. Espérons que les résultats de ce colloque nous permettront de conclure qu'il est possible de réhabiliter l'usage des agrégats monétaires dans des contextes institutionnels comme celui du Canada.

Bibliographie

- Aubry, J.-P. et L. Nott. (2000). « La mesure de la monnaie de transaction dans un monde caractérisé par l'innovation financière ». In : *La monnaie, la politique monétaire et les mécanismes de transmission*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en novembre 1999, Ottawa, Banque du Canada, p. 3-40.
- Courchene T. J. (1981). *Money, Inflation, and the Bank of Canada*, Institut C. D. Howe, Montréal.
- Hostland et coll. (1988). *An Analysis of the Information Content of Alternative Monetary Aggregates*, Rapport technique n° 48, Ottawa, Banque du Canada.
- Howitt, P. (1985). *Monetary Policy in Transition: A Study of Bank of Canada Policy, 1982-1985*, Policy Study n° 1, Institut C. D. Howe, Toronto.

Discussion générale

En réponse au premier commentaire de Chantal Dupasquier, Michel Peytrignet reconnaît qu'en effet la Banque nationale suisse (BNS) n'avait pas atteint ses objectifs annuels dans plus de 50 % des cas. Il ajoute, cependant, qu'en raison des chocs de change et également du fait que M1 et la base monétaire sont sensibles à la variation des taux d'intérêt et ont donc un comportement naturellement anticyclique, il est possible que les objectifs monétaires annuels ne soient pas toujours atteints.

À la question de Dupasquier, qui désire savoir si c'est l'adoption d'une cible monétaire ou d'une cible tout court qui explique le succès de la BNS dans la lutte contre l'inflation, Peytrignet précise que ce qui importe le plus, c'est d'avoir une ancre nominale afin de ne jamais perdre de vue les considérations de long terme dans la prise de décision en matière de politique monétaire.

Pour ce qui est du troisième commentaire de Dupasquier voulant que l'auteur n'ait rien dit de la façon dont la crédibilité de la politique monétaire suisse est intégrée au processus de prise de décision à la BNS, Peytrignet soutient que la question de la crédibilité de la BNS était au cœur de la décision de passer des objectifs monétaires annuels à des objectifs pluriannuels.

Compte tenu de la récession des années 1990 en Suisse, Dupasquier est d'avis que l'inflation aurait dû se replier davantage. Michel Peytrignet estime que cela est difficile à prouver, car les taux d'intérêt allemands se sont mis à monter presque parallèlement aux taux suisses après la réunification, ce qui a eu pour effet d'atténuer les effets restrictifs de la politique monétaire suisse. En effet, cette évolution des taux d'intérêt a entraîné une faiblesse du franc, qui a alimenté l'inflation importée.

* Le présent sommaire a été rédigé par Denise Côté.

Concernant la durée de la récession qu'a subie l'économie helvétique durant les années 1990, le conférencier ajoute qu'il ne faut pas oublier qu'outre la politique monétaire restrictive de la BNS, l'économie suisse devait s'adapter aux chocs suivants : la fin de la bulle dans le secteur de la construction dans les années 1980, le début d'une série de restructurations de pans entiers de l'économie suisse, l'appréciation du franc suisse en 1995 non combattue par la BNS et la faiblesse de la demande de biens et services dans les pays européens qui devaient se conformer aux critères du Traité de Maastricht avant l'adoption de la monnaie unique.

En réponse à la question relative à l'orientation de la BNS en l'an 2000, Peytrignet indique que la BNS est en train de modifier sa conception de la politique monétaire pour les années 2000 et suivantes et que sa nouvelle conception sera communiquée en décembre 1999.

Daniel Racette soutient qu'il faudrait mieux expliquer pourquoi la création monétaire excédentaire qui a eu lieu dans les années 1986 et 1987 n'a produit ses effets qu'en 1989 et dans les années suivantes. Peytrignet précise que le retard moyen entre la création monétaire et l'inflation est de 14 trimestres en Suisse, comme le montre la Figure A.I.1 de l'étude.

Répondant aux autres commentaires de Racette, Peytrignet confirme que la BNS lutte de manière constante pour garder sa crédibilité face aux multiples chocs inflationnistes tant internes qu'externes que subit l'économie nationale. Le conférencier partage également l'avis de Racette, selon qui la BNS devrait tolérer des variations plus fortes du taux de change. Cependant, il ajoute que, si les variations du taux de change induites par les variables fondamentales de l'économie peuvent être tolérées, il est difficile d'accepter celles induites par le rôle de monnaie refuge du franc suisse lorsque leur ampleur dépasse le seuil du tolérable et menace des secteurs entiers de l'économie. Heureusement que les grands chocs de ce type ont été rares. Finalement, le conférencier reconnaît que les innovations financières ont été plus tardives en Suisse qu'au Canada.

