

## Quelles stratégies pour les banques centrales?<sup>1</sup>

Nicolas A. CUCHE, Rotary Club Neuchâtel, 06.10.98, 20 mn.

Messieurs,

Je tiens tout d'abord à vous remercier de votre invitation ainsi que de l'excellent repas que vous m'avez offert. J'aimerais préciser que ce que je vais vous conter ici n'engage que ma propre personne et non pas la BNS ou le SZG, mon employeur. Permettez-moi aussi d'ajouter que j'ignore vos différents parcours professionnels. Il est par conséquent possible que mon exposé ressemble, pour certains, à de la science-fiction ou, pour d'autres, à de vulgaires banalités. Je vous prie d'avance de bien vouloir m'en excuser.

Dans le canton de Vaud, à Bonvillars, se trouve un restaurant, où il est possible de manger «à l'envers». Manger «à l'envers»? Oui, après une bonne Grappa, un café vous est servi, suivi du dessert, puis d'une pièce de viande, et ainsi de suite jusqu'au Pastis.

Aujourd'hui, à mon tour, je vais vous offrir une brève conférence «à l'envers». Entendez par là que je vais commencer par quelques critiques sur les économistes, puis ensuite, vous parlez de la politique monétaire. Le but de mon intervention, le temps m'étant compté, est de vous offrir un cadre de réflexion, un regard sur la politique monétaire, plutôt que de

---

<sup>1</sup> Le texte oral fait foi. Ces propos n'engagent ni le SZG, ni la BNS, mais uniquement l'auteur.

vous bombarder de détails barbants que vous oublierez dans la prochaine demi-heure.

Les économistes sont sous les feux de la critique pour quatre raisons:

- Tout d'abord, l'économie est un monde très complexe. Ce monde a des contours difficiles à cerner, dans lesquels ont lieu une multitude d'interactions tenant parfois plus de l'aléatoire que du rationnel. De plus, ce monde économique est en constante mutation, ce qui ne facilite alors pas notre travail. Nous sommes également confrontés à un phénomène, qui veut que dès que l'homme observe la nature, il influence et perturbe de par cette action les faits mêmes qu'il veut alors observer. Malheureusement, la politique monétaire n'échappe pas à cette règle.

- La deuxième raison est que les économistes préfèrent discuter des détails qui les séparent, plutôt que des idées qui les unissent. C'est aussi, et je le regrette, le cas des économistes monétaires.

- Troisièmement, les attentes du public sur le rôle des gouvernements et de leurs actions sont très élevées. Voire trop élevées. Par conséquent, le public a toujours un peu l'impression de rester sur sa faim. Là aussi, pour certains, la politique monétaire ne tient pas ses promesses.

- Puis, finalement, liée à ces attentes, règne au sein du public une vision que le marché n'est pas parfait, mais que l'activisme politique pourra sans autres corriger. Ce qui est rarement fondé.

Quatre points que vous ne devez donc pas oublier en parlant de politique monétaire.

Maintenant que vous êtes prêts à m'écouter d'une oreille critique et objective, je vais donc vous parler des stratégies monétaires en Suisse et dans l'Union Européenne. Imaginez simplement que la politique monétaire d'un Etat poursuit des objectifs et que ce même Etat dispose de stratégies pour les atteindre.

Pourquoi vais-je m'étendre sur les stratégies et non pas sur les buts de la politique monétaire?

Pour la bonne et simple raison que l'objectif de la politique monétaire, en tous cas dans le monde occidental, est de maintenir la stabilité des prix. Même si les conséquences des interventions monétaires sur le niveau des prix et sur le taux d'inflation sont connues depuis longtemps, seulement depuis ces vingt dernières années, nous assistons à une concentration des banques centrales sur la stabilité du taux d'inflation.

Cette primauté de la stabilité des prix, inéluctable et salutaire, emporte les suffrages face à d'autres objectifs comme par exemple la relance d'une conjoncture essoufflée.

- Inéluctable d'abord, car à long terme la BNS ou n'importe quelle banque centrale ne peut qu'influencer le niveau des prix. Il n'y a pas de relations à long terme entre les variables réelles telles que chômage ou PNB et les variables monétaires comme la quantité de monnaie en circulation. A court terme, la situation est plus ambiguë où, sous

certaines conditions, un coup de pouce monétaire aura pour effet d'oxygéner la conjoncture.

- Salutaire finalement, car l'inflation est un mal. Elle freine la croissance, biaise les décisions économiques et engendre des coûts supplémentaires. D'où une fois de plus, l'intérêt de se concentrer essentiellement sur une lutte anti-inflationniste.

En Suisse, la BNS vise à maintenir le niveau général des prix stable à moyen terme. Ce mandat, dans la Constitution et dans la loi qui régit la BNS, n'est toutefois pas sans équivoque. C'est pourquoi, la BNS dévie de cette politique si des développements inattendus sur le marché des changes ou sur les marchés financiers menacent le bien-être du pays. Ce qu'elle a fait ces deux dernières années face au franc fort. Et ce qu'elle risque de faire à nouveau, si la naissance de l'UEM aboutit à une nouvelle appréciation de notre franc.

Du côté européen, la mission du futur institut d'émission, la BCE, est clairement définie en faveur de la stabilité des prix. Elle ne pourra poursuivre d'autres buts que s'ils ne mettent pas en danger cette stabilité. Hiérarchie, donc, plus claire et plus crédible. Retenez bien ce mot: crédible.

Voilà pour le but. Et les stratégies?

Le discours se complique lorsqu'on aborde les stratégies menant à une inflation constante. Pourquoi est-ce plus compliqué? Pourquoi ne suffit-il pas de donner de simples ordres aux autorités monétaires?

Simplement parce qu'il y a un problème de consistance temporelle.

Je vous donne un exemple issu de la promotion économique. Nos politiciens pensent qu'actuellement la meilleure promotion économique pour aujourd'hui, demain et dans le futur est d'offrir des avantages fiscaux aux nouvelles entreprises s'implantant dans le canton. Mais attention! Cette politique, dans sa plus simple expression, sera inconsistante temporellement, car dans les périodes suivantes, après la construction des bâtiments, les autorités ré-optimalisant leur décision, se rendent alors compte que la meilleure politique est d'augmenter les impôts. Ce qui ne correspond plus à la politique antérieure. Du seul fait du passage du temps la politique optimale change. Cette tentation d'augmenter les impôts rend les avantages fiscaux promis temporellement inconsistants. C'est d'ailleurs pourquoi la promotion économique est bien plus qu'une simple promesse fiscale.

(insérer le transparent, en cachant la deuxième partie)

En politique monétaire, le problème est identique. Regardez cette matrice. Imaginez un jeu où la banque centrale et les agents économiques jouent simultanément et ont chacun deux options; la banque centrale peut poursuivre une lutte contre l'inflation ou poursuivre d'autres tâches, p.ex. financer le gouvernement. Les agents économiques, quant à eux, anticipent le futur taux d'inflation, faible ou élevé, anticipations p.ex. précédant les négociations salariales. Les deux parties agissent rationnelles, c'est-à-dire qu'elles maximisent leurs

profits donnés par les chiffres dans chaque case. Quel est l'équilibre de ce jeu?

(Remplir la feuille avec l'équilibre de Nash «avant», équilibre sous-optimal, engendrant un taux d'inflation actuel et anticipé élevé. Pourquoi 10,10 n'est-il pas une solution? Car 10,10 est temporellement inconsistant, à cause de la tentation de dévier, créant un biais inflationniste)

Ceci montre que si la banque centrale n'est pas contrainte, donc limitée dans sa pratique d'une politique discrétionnaire, la société subit ce biais inflationniste. Par contre, il est possible de trouver des institutions et un cadre opérationnel, dans lequel évoluera la banque, transformant de la sorte les «revenus» de cette matrice en éliminant la tentation de pratiquer une politique qui n'est plus au service de la communauté.

(Remplir la feuille avec l'équilibre de Nash «après», +2 et -2, équilibre optimal)

Quels sont alors les institutions et le cadre opérationnel dans lequel doit évoluer la banque centrale, que ce soit en Suisse ou en Europe? Il faut distinguer deux aspects complémentaires:

Tout d'abord, la réputation et la crédibilité de la banque centrale sont au coeur d'une économie sans biais inflationniste. Entendez par crédibilité une banque centrale qui dit ce qu'elle fait et qui fait ce qu'elle dit. La banque centrale sera crédible, si les marchés croient en elle. Une banque centrale sera d'autant plus crédible si elle est indépendante et si

elle est transparente. Elle est indépendante, si libre de toute pression du gouvernement, p.ex. libre de fixer les taux courts elle-même. Elle est transparente, si elle annonce clairement ses intentions et qu'elle agit de manière prévisible. Elle se comporte donc en accord avec sa réputation. Cette réputation permet de se positionner dans le modèle de type «après».

C'est le cas des banques centrales suisse et allemande. L'indépendance, la réputation et la crédibilité de la BNS élimine en partie le biais décrit dans le modèle de type «avant». Par contre, ce n'est peut-être pas le cas de la BCE. La confiance dans la politique monétaire de la BCE doit encore être acquise. Les prévisions sont bonnes. L'Allemagne a une forte influence, l'objectif est crédible, l'idée européenne plaît, des progrès ont été réalisés, etc.

Est-ce suffisant?

Souvent, non. Une banque centrale doit avec l'aide de sa stratégie démontrer sa crédibilité. La banque centrale peut par conséquent se doter d'un «code de bonne conduite» renforçant sa crédibilité.

Une stratégie est d'imposer à la banque une règle lui guidant son comportement en cas de poussées inflationnistes. Elle devra alors faire varier, de manière anti-inflationniste, le taux d'intérêt ou la masse monétaire selon la règle prévue à l'avance. En Suisse, la BNS suit une règle monétaire souple et contingente. Elle poursuit un objectif de croissance de la masse monétaire correspondant, selon ses estimations, à la stabilité des prix. Elle surveille l'évolution de la masse

monétaire, puis augmente ou diminue la masse monétaire selon ce qu'elle a annoncé à l'avance, donc selon son objectif. Lorsqu'elle s'écarte de ses annonces, mettant potentiellement la stabilité des prix en danger, elle s'en explique longuement. Bref, elle est obligée de nous rendre des comptes.

Autre stratégie, quelques pays collent leur monnaie à une monnaie forte, afin d'importer la crédibilité; cas de certains pays de l'Est qui suivent le dollars ou le DM poursuivant une politique de taux de change fixe. En renonçant volontairement à leur autonomie, ces pays acquièrent une nouvelle réputation.

Finalement, certains pays ayant plus ou moins échoués avec les deux stratégies précédentes, ont mis en place une nouvelle forme de stratégie très en vogue, mais dont les effets sont encore peu connus: le ciblage\* d'inflation ou objectif direct d'inflation. Pourquoi pas? La stabilité des prix étant le but ultime de la politique monétaire, réagissons dès que le taux d'inflation s'écarte de la valeur désirée. La Nouvelle-Zélande ou la Grande-Bretagne ciblent directement le taux d'inflation en annonçant le taux à l'avance qui, si pas atteint dans un laps de temps donné, engendrera de fortes sanctions pour la banque et son management. Éliminant ainsi toutes tentations de déviations.

La situation dans l'Union Européenne est encore opaque sur ce sujet. Le débat est surtout de savoir s'il faut transposer tel quel le modèle germanique en Europe, engendrant une approche équivalente à la Suisse, ou s'il faut structurer la BCE avec une cible officielle du taux d'inflation, prévoyant des sanctions pour son directoire ou pour le

Conseil de l'Euro. Les Allemands aimeraient leur modèle, certains pays préféreraient cette nouvelle solution semblant pour eux plus crédible. Nous ne connaissons pas encore la stratégie choisie et c'est malheureux car cette décision influencera fortement la future crédibilité de la BCE. Les taux d'intérêt risquent d'être hauts et l'Euro faible si la stratégie n'est pas claire. Cette stratégie influencera directement ces variables en Suisse également. Ne croyez pas à une politique monétaire suisse indépendante dans une Europe unifiée. Vulgairement, si les Européens se «plantent» dans leur choix de stratégie, on va la sentir passer en Suisse.

Il semblerait qu'une solution hybride soit à l'ordre du jour, avec cible officielle du taux d'inflation, surtout pour la clarté, et recours à une règle monétaire pour répliquer le modèle allemand. Modèle hybride nouveau, donc aussi risqué. Nous nous réjouissons de voir ce qui se passera. Voilà.

Il est temps de terminer cette conférence «à l'envers», et si une conclusion sans appel n'aurait ici aucun sens, retenez, Messieurs, de ce bref exposé, malgré les réserves exprimées au début sur les économistes, que le design des banques centrales ces vingt dernières années a été et est toujours influencé par ces notions de crédibilité et de stratégies pour l'augmenter. La construction européenne en est un bel exemple.

Merci de votre attention.

		Banque centrale	
		se concentre sur la stabilité des prix	se concentre sur d'autres objectifs
«AVANT»			
Agents économiques	Anticipations faibles	10,10	4,11
	Anticipations élevées	9,4	5,5

		Banque centrale	
		se concentre sur la stabilité des prix	se concentre sur d'autres objectifs
«APRES»			
Agents économiques	Anticipations faibles	10,10	4,9
	Anticipations élevées	9,6	5,5