

# **Théorie et pratique de l'offre de monnaie : le cas de la Suisse**

Autor(en): **Roth, Jean-Pierre**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **42 (1984)**

Heft 2: **Problèmes monétaires**

PDF erstellt am: **14.09.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-139158>

## **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

## **Haftungsausschluss**

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

# Théorie et pratique de l'offre de monnaie: le cas de la Suisse:<sup>1</sup>

Jean-Pierre Roth,  
directeur,  
Banque nationale suisse, Berne

Parmi toutes les disciplines scientifiques, c'est vraisemblablement dans les sciences humaines que le lien entre théorie et application pratique est le plus difficile à établir. Le comportement humain — de l'individu ou du groupe — échappe encore largement à notre compréhension. Il en est de même des mécanismes de société et des «lois» économiques, bien que les progrès de l'économie politique aient été importants au cours de ce siècle<sup>2</sup>.

C'est pourtant dans cet environnement d'imparfaite connaissance et de théories embryonnaires qu'agissent, et qu'ont toujours dû agir, les autorités en charge de l'émission monétaire. De tout temps, elles ont ressenti le besoin de définir des règles devant gouverner leur action, d'instaurer des principes — qu'ils en appellent à la science ou au simple bon sens — les aidant à échapper à l'arbitraire tout autant qu'aux pressions politiques. Ainsi en fut-il, par exemple, des règles qui gouvernaient l'action des autorités monétaires sous le régime de l'étalon-or (règles de convertibilité-or, règles de couverture métallique minimale ou réglementation de la frappe) ou des règles d'intervention sur le marché des changes propres au régime de l'étalon de change-or de l'après-guerre.

Le passage au régime des taux de change flexibles, en 1973, a signifié l'abandon des règles traditionnelles de discipline liées aux parités fixes et un changement fondamental de l'environnement dans lequel s'exerce la politique monétaire. Dans la mesure où ils acceptent le flottement de leur monnaie, les instituts d'émission ne sont plus tenus aujourd'hui d'être présents sur le marché des changes pour maintenir le cours de leur monnaie dans des limites préfixées. Ils ont ainsi retrouvé, sur le plan technique du moins, le plein contrôle de leur émission monétaire. Mais comme le système monétaire international ne leur impose plus de règles de conduite extérieures, ils ont dû définir de nouvelles stratégies monétaires, cette fois-ci largement basées sur leurs options de politique économique intérieure.

## 1. LA DÉFINITION D'UNE STRATÉGIE MONÉTAIRE

La problématique posée par la définition d'une stratégie monétaire a déjà retenu l'attention des économistes dès le début des années 1970<sup>3</sup>. Dans cette littérature, il s'est révélé utile d'établir une hiérarchie dans les objectifs de politique économique, de distinguer les objectifs ultimes, ou finals, des objectifs intermédiaires, ou techniques.

---

<sup>1</sup> Texte basé sur une conférence donnée à l'Université de Lausanne en mai 1983.

<sup>2</sup> Cf. E. Malinvaud: «La science économique aujourd'hui», *Revue économique et sociale*, février 1984.

<sup>3</sup> Par exemple: B.M. Friedman: «Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 1 (1975), pp. 443-473.

W. Poole: «Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, 1970, pp. 197-216.

## 1.1 Les objectifs ultimes

L'unité de vue des économistes se réalise sans grande difficulté lorsqu'il s'agit de définir les objectifs à long terme, ou ultimes, de la politique économique.

Stabilité des prix, plein-emploi et équilibre externe figurent traditionnellement au premier rang. Plus contestée, en revanche, est la capacité des autorités d'atteindre simultanément ces objectifs, en particulier à l'aide de la politique monétaire.

Dans les années 1960, ce fut d'abord la possibilité de réaliser conjointement plein-emploi et stabilité des prix qui fut l'objet de controverse. Dans un article fameux, Phillips<sup>4</sup> montra qu'une corrélation négative pouvait être établie entre le taux de chômage et les hausses de salaires nominaux en Grande-Bretagne. Cette analyse, à l'origine purement statistique, fut à la base d'un effort théorique qui fit de la «courbe de Phillips» l'un des éléments centraux de la macro-économie d'après-guerre.

Dans la décennie suivante, c'est le postulat classique de la neutralité monétaire qui connut un regain d'intérêt. Il a tout d'abord été reconnu que la politique monétaire n'était pas en mesure d'influencer le taux de chômage à long terme, puis des doutes sont même apparus quant à son efficacité dans le court terme. Le maintien de la stabilité des prix est ainsi devenu peu à peu l'objectif prioritaire de l'action des instituts d'émission, ce choix s'étant imposé non seulement pour les considérations d'ordre théorique mais aussi, et peut-être surtout, parce que l'inflation avait atteint dans les années 1970 un rythme jugé insoutenable.

Une fois l'objectif ultime de l'action monétaire clairement défini, l'institut d'émission pourrait simplement se fixer comme règle de moduler sa politique en fonction du degré de réalisation de l'objectif final. Par exemple, il pourrait adapter sa création monétaire à l'évolution des prix et revenus: mener une politique monétaire restrictive lorsque se manifestent des pressions inflationnistes et donner un tour expansif à son action en période de récession. Cette stratégie, apparemment très simple de conception, conduirait à appliquer une politique monétaire dont le cours serait en prise directe sur l'évolution de l'objectif ultime.

Dans la réalité, une telle stratégie n'est pas applicable, ni même souhaitable, et ceci pour trois raisons principales:

- Si l'institut d'émission règle sa politique en fonction de l'objectif ultime, il intervient trop tard et risque même d'opérer à contretemps. En effet, comme la politique monétaire influence l'économie avec retard, une action dictée par les événements du moment risque de déployer ses effets alors que les déséquilibres à combattre ont peut-être disparu ou du moins ont perdu en gravité. En intervenant de cette manière, l'institut d'émission risque donc d'accentuer l'instabilité de l'économie au lieu d'exercer une action modératrice.
- L'institut d'émission n'est pas suffisamment renseigné sur les liens qui existent entre ses instruments d'intervention et les objectifs ultimes pour pouvoir concevoir une action concrète car des variables comme l'indice des prix ou le PNB ne réagissent qu'avec lenteur aux variations de la liquidité en circulation. Il ne lui est donc pas possible, à partir

---

<sup>4</sup> A.W. Phillips: «The relationship between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom 1861-1957», *Economica*, vol. 25 (1958), pp. 283-99.

des déviations observées entre les valeurs désirée et effective de l'objectif final, de définir quelle doit être l'intensité de son action. Le danger est ici que sa méconnaissance du fonctionnement de l'économie ne le conduise à mener une action exagérément restrictive ou expansive.

- Enfin, les informations sur l'évolution des objectifs ultimes ne sont généralement disponibles qu'avec retard pour des raisons statistiques.

## 1.2 Les objectifs intermédiaires

Ces difficultés d'ordre pratique ont amené les instituts d'émission à régler leur comportement non pas en fonction de l'objectif ultime de leur action, mais en fonction d'un objectif appelé intermédiaire ou technique. Cet objectif intermédiaire doit présenter trois qualités essentielles:

- Il doit être lié de manière stable à la variable choisie comme objectif ultime; la stabilité du lien ne devant pas être forcément réalisée dans le court terme mais simplement dans le moyen terme. Il importe cependant que ce délai soit relativement constant.
- La variable représentant l'objectif intermédiaire doit réagir dans le court terme aux interventions de politique monétaire.
- Elle doit être observable rapidement.

En général, les instituts d'émission ont porté leur choix sur l'un des trois objectifs intermédiaires suivants:

- le taux d'intérêt,
- le taux de change,
- le taux de croissance d'un agrégat monétaire.

La politique définie par rapport au taux d'intérêt consiste à moduler l'offre de monnaie en fonction de l'évolution des conditions sur le marché monétaire. Lorsque le taux d'intérêt à court terme tombe en dessous du niveau choisi comme objectif, la banque centrale resserre sa politique, alors qu'elle la relâche lorsque le taux d'intérêt monte en dessus de l'objectif fixé. Cette politique de stabilisation du taux d'intérêt consiste en fait à rendre l'offre de monnaie totalement élastique par rapport au taux d'intérêt et à permettre à la quantité de monnaie en circulation d'être déterminée par la demande.

La politique monétaire visant à stabiliser le cours du change répond d'une certaine manière à la même logique: l'offre de monnaie est parfaitement élastique et la quantité de monnaie est endogène. Cette fois-ci, ce sont les soldes de la balance des comptes qui expliquent les variations de la liquidité en circulation.

Le troisième type d'objectif intermédiaire, le contrôle du rythme de croissance d'un agrégat monétaire, répond à un autre principe. Contrairement aux deux cas précédents, ce n'est plus un prix qui est contrôlé mais une quantité. L'offre de monnaie est déterminée de manière exogène par l'institut d'émission et la quantité de monnaie en circulation peut être maintenue sous contrôle.

## 2. LA DÉFINITION D'UNE STRATÉGIE MONÉTAIRE EN SUISSE

Comment la problématique objectif ultime/objectif intermédiaire est-elle abordée en Suisse? Le choix de la Suisse dépend de la nature de son économie et de la structure de son système monétaire :

### 2.1 L'objectif ultime

En Suisse, petite économie largement ouverte au commerce international, la politique conjoncturelle s'exerce forcément dans des conditions particulières. Etant donné le rôle moteur de la demande étrangère, les autorités suisses ne peuvent espérer pouvoir influencer le cycle économique de manière significative et durable. Cette relative inefficacité de leurs moyens d'action les conduit à donner pour objectif à leur politique le maintien de conditions générales permettant au secteur privé de s'adapter le mieux possible aux modifications de la demande mondiale. Dans cette optique, la défense de la stabilité des prix occupe le premier rang.

La politique de lutte contre l'inflation ne doit pourtant pas faire l'objet d'une interprétation erronée. Il ne s'agit pas de préserver la stabilité des prix dans le court terme, quelles que soient les circonstances, notamment les fluctuations — plus ou moins aléatoires — des cours des devises, mais simplement d'éviter qu'une inflation durable ne prenne racine dans l'économie.

### 2.2 L'objectif intermédiaire

L'objectif ultime étant défini, quel objectif intermédiaire choisir? Parmi les trois stratégies présentées ci-avant, la Banque nationale a porté son choix sur la troisième : le contrôle de l'expansion monétaire. C'est cette technique qui lui paraît être celle qui lui donne les meilleures chances d'atteindre l'objectif final visé.

En effet, la politique de stabilisation des taux d'intérêt est une stratégie inadéquate dans un environnement inflationniste. L'impossibilité de distinguer entre les variations réelles et nominales des taux d'intérêt ne permet pas à l'institut d'émission d'apprécier exactement le sens d'une modification des conditions régnant sur le marché monétaire. En cas de hausse des taux, par exemple, il peut être tenté de considérer que sa politique est exagérément restrictive alors que le mouvement peut simplement être la conséquence d'une augmentation de l'inflation anticipée. Si tel est effectivement le cas, un assouplissement de la politique monétaire serait tout à fait inapproprié, car il encouragerait la hausse des prix au lieu de la combattre et renforcerait même l'attente de nouvelles hausses. En voulant stabiliser le taux d'intérêt, l'institut d'émission perdrait ainsi peu à peu le contrôle de la liquidité et de l'évolution des prix.

C'est une réflexion de cette nature qui a conduit la Banque nationale à écarter aussi la deuxième stratégie, celle qui consiste à choisir comme objectif intermédiaire le cours du change mesuré en termes nominaux ou en termes réels.

En Suisse, la stabilisation du taux de change réel<sup>5</sup> a pourtant ses défenseurs, ceux qui pensent que le maintien à tout prix de la compétitivité extérieure de l'économie est le meilleur garant de son développement équilibré. La BNS s'est toujours refusée à axer durablement sa politique monétaire en fonction d'un tel objectif, et ceci tant pour des raisons d'ordre théorique que pour des raisons pratiques.

Sur le plan théorique, rien n'indique que le taux de change réel doit rester stable entre la Suisse et l'étranger, ni au cours d'un cycle économique, ni à plus long terme. Par ailleurs, en pratique, stabiliser le cours de change réel signifie avant tout contrôler le taux de change nominal car les prix varient relativement peu dans le court terme. De plus, le risque existe de voir la banque centrale perdre peu à peu sa liberté de manœuvre monétaire et aligner sans le vouloir sa politique sur celle de l'étranger. Pour s'en convaincre, il suffit de se rappeler qu'un relâchement des rênes monétaires à l'étranger conduit à une appréciation du franc que la BNS ne peut corriger qu'en relâchant à son tour sa politique. La stabilisation du taux de change réel conduirait donc, dans les faits, à un abandon de la politique indépendante de lutte contre l'inflation menée au cours des dix dernières années.

A ces difficultés conceptuelles s'ajoutent des difficultés techniques liées à la définition même du cours réel d'une monnaie: Comment pondérer l'indice? Quels prix considérer? Quelles monnaies introduire?

Des trois options fondamentales, il ne reste donc que la politique de contrôle quantitatif des liquidités. Cette stratégie est loin d'être idéale car elle appelle également des réserves sur le plan théorique comme sur le plan pratique, mais c'est du moins celle qui donne à la BNS les meilleures chances de rester maîtresse de l'évolution des liquidités, donc des prix.

### **3. L'APPLICATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE**

Une fois la stratégie définie dans ses principes, il convient de l'appliquer en tenant compte des contraintes techniques et de la réalité du moment. Sur le plan technique, plusieurs questions doivent être résolues au préalable, notamment le choix de l'agrégat et la formulation de l'objectif.

#### **3.1 Le choix de l'agrégat-objectif**

La variable choisie comme objectif intermédiaire devrait, si possible, être liée de manière stable à l'objectif ultime et réagir rapidement aux interventions de politique monétaire.

Ces deux qualités se trouvent très inégalement réparties entre les agrégats monétaires. Si l'accent est mis sur la stabilité des liens avec l'objectif ultime, dans notre cas les prix ou les revenus, les agrégats largement définis devraient être préférés aux agrégats étroits. Si, au

---

<sup>5</sup> Moyenne pondérée des cours de change nominaux déflatés par les indices de prix respectifs. Généralement la pondération se réfère à l'importance relative des exportations à destination des pays émetteurs des monnaies entrant dans le calcul de l'indice.

contraire, la priorité est donnée aux interventions de politique monétaire, un agrégat étroit (comme la monnaie de banque centrale<sup>6</sup>) se révélerait préférable.

Pour résoudre ce dilemme, il convient de se rappeler en premier lieu que la relation stable qui doit exister entre objectif intermédiaire et objectif ultime ne signifie pas qu'il soit nécessaire que ces deux grandeurs évoluent en parallèle. Leur mouvement conjoint peut également être décalé dans le temps, comme c'est le cas de la monnaie de banque centrale qui précède l'évolution des prix.

La bonne corrélation avec l'objectif ultime qu'offre un agrégat largement défini n'est d'ailleurs pas forcément un avantage. Plus la corrélation est étroite, plus l'agrégat apparaît comme le révélateur d'une situation économique donnée alors qu'il devrait jouer le rôle d'un indicateur annonçant l'évolution future de l'objectif ultime. Dans la mesure où la politique monétaire doit être menée en avance sur l'événement, le choix d'un agrégat étroit peut donc se révéler préférable.

En second lieu, il faut mentionner que l'institut d'émission doit porter son choix sur l'agrégat dont la demande est relativement la plus stable. La stabilité de la demande limite le risque de le voir intervenir pour corriger des mouvements de la variable-objectif qui ne seraient pas la conséquence de modifications fondamentales de l'économie. L'incertitude qui a entouré depuis quelques années la demande de monnaie en Suisse ( $M_1$  et  $M_2$ ) a incité la Banque nationale à agir avec prudence et à porter son choix sur un agrégat relativement simple comme la monnaie centrale<sup>7</sup>.

### 3.2 La formulation de l'objectif

De grandes différences apparaissent ici dans la pratique des instituts d'émission. La plupart d'entre eux annoncent des objectifs sous forme d'une (ou de plusieurs) fourchettes de deux taux, alors que la Suisse ne publie qu'un taux.

La fourchette a évidemment l'avantage de la souplesse et de la sécurité; le taux unique a le mérite de clarté. En Suisse, des objectifs de 3% ou 6% correspondraient à des politiques monétaires fort différentes. A l'étranger, un écart de 3 points entre les deux taux d'une fourchette est chose courante<sup>8</sup>.

Des différences apparaissent aussi dans le type de taux de croissance choisi. Dans la plupart des pays, l'institut d'émission annonce une croissance souhaitée de la liquidité entre deux périodes mensuelles ou trimestrielles. Aux yeux de la BNS, cette technique a le désavantage de rendre la formulation de l'objectif dépendante de la situation de départ (la base) et de soumettre sa réalisation aux aléas des événements pouvant survenir à la fin de la période

---

<sup>6</sup> La monnaie de banque centrale est la somme des billets en circulation et des comptes de virements des banques, du commerce et de l'industrie à la BNS.

<sup>7</sup> A l'étranger, les choix des banques centrales sont les plus divers: *Allemagne*: monnaie centrale (établie sur la base de réserves obligatoires). *France*:  $M_2$ ; *Etats-Unis*:  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$ ; *Grande-Bretagne*:  $M_3$ .

<sup>8</sup> Situation en 1983: *Allemagne*: 4-7%; *Etats-Unis*:  $M_1$ : 5-9%;  $M_2$ : 7-10%;  $M_3$ : 6,5-9,5%; *Grande-Bretagne*: 7-11%.

considérée. Pour tourner ces deux difficultés et indiquer que sa politique consiste à rester maîtresse de la croissance monétaire à moyen terme, elle a choisi de formuler son objectif en terme de moyenne annuelle.

## **UNE STRATÉGIE IRRÉVERSIBLE ?**

L'une des difficultés majeures rencontrée par la politique monétaire suisse à la fin des années 1960 a certainement été la volonté des autorités de préserver à la fois la stabilité des prix et la stabilité du change alors que l'économie mondiale glissait vers l'inflation. Les règles du système des taux de change fixes ne permettaient plus, à l'époque, à une petite économie de préserver son équilibre interne.

L'épisode de la fin du système des taux de change fixes doit nous rappeler que la règle monétaire n'est pas une fin en soi mais un guide qui n'a de valeur qu'en rapport avec les objectifs ultimes de la politique économique. Ce qui était vrai alors l'est aussi aujourd'hui. La politique de contrôle des agrégats monétaires n'est pas une panacée, c'est la moins mauvaise des stratégies dans la situation présente.

L'application de la stratégie monétaire ne doit pas non plus être rigide, comme l'étaient les règles d'autrefois, mais souple et adaptée aux circonstances. Une approche pragmatique est d'autant plus souhaitable que le degré d'autonomie de la politique monétaire suisse reste limité par les événements survenant sur la scène monétaire internationale. La crise du marché des changes de 1978, qui obligea la BNS à abandonner son objectif monétaire, l'a montré de façon particulièrement évidente.

Même si l'institut d'émission se fixe comme règle de ne pas intervenir sur le marché des changes, l'évolution du cours des devises reste donc pour lui un élément important de son appréciation de la situation. Par des inflexions de la politique de contrôle des liquidités, il peut tenter d'en tenir compte au mieux. Il faut bien reconnaître cependant que sa liberté de manœuvre est étroite s'il veut conserver fermement le cap fixé sur la stabilité des prix.