

# vers un retour de l'inflation ? réponse en quelques thèses

## Les auteurs



**Rudolf Minsch** est chef économiste et membre de la direction d'économiesuisse, responsable des questions de politique économique et de formation. Il est en outre responsable du développement du modèle de simulation économique SwissSim à l'Université de Saint-Gall, où il donne aussi des conférences. Rudolf Minsch enseigne également la politique économique en tant que professeur invité à la Haute école de technique et d'économie de Coire (HTW).



**Fabian Schnell** est collaborateur scientifique d'économiesuisse pour les questions de politique économique. Après des études d'économie politique à l'Université de Saint-Gall, il termine en ce moment une étude de doctorat sur le thème «Économie et finance».



# Sommaire

	L'essentiel en bref	5
	Introduction	6
1	Brève initiation à l'économie monétaire	7
2	Comportement des banques centrales durant la crise	10
3	Huit thèses sur l'impact de la politique monétaire	19
4	Conclusion	35
	Bibliographie	36



# Avant-propos

La récente crise financière n'a pas seulement entraîné une forte baisse de l'activité économique. Elle s'est aussi accompagnée d'interventions publiques d'une ampleur sans précédent, destinées à éviter l'effondrement des systèmes bancaires nationaux et international. Les banques centrales ont joué à cet égard un rôle très important. Loin de la politique qu'elles pratiquaient lors des précédentes récessions, elles ne se sont pas contentées d'abaisser leurs taux et de fournir des liquidités aux banques pour soutenir la demande économique générale. Elles se sont mises également à racheter des actifs (principalement des titres hypothécaires) qui jusque-là ne faisaient pas partie des placements éligibles des instituts d'émission, et à intervenir en force sur le marché des devises. Par voie de conséquence, le niveau de liquidité d'importance systémique a considérablement augmenté.

Les banques centrales cherchent maintenant à combattre ce nouveau péril en émettant leurs propres obligations. Dans leurs communiqués, elles affirment avoir la situation bien en main grâce à cet instrument. Du point de vue technique, disent-elles, changer de cap n'est pas un problème en tant que tel; le véritable défi réside dans le choix du moment. Mais est-ce vraiment la seule difficulté que les banques centrales auront à surmonter?

Cette situation extraordinaire nous incite à examiner de plus près les conséquences possibles de la politique monétaire hyper-expansive pratiquée depuis quelque temps par de nombreux États. Ce faisant, les auteurs limiteront leur analyse à la politique monétaire de la Fed, de la BCE et de la BNS, puisque la politique de ces trois institutions revêt une importance essentielle pour l'économie suisse. Une très grande partie des exportations helvétiques sont en effet destinées à la zone euro ou aux États-Unis. De plus, les USA continuent de détenir la première monnaie de référence internationale et exercent par leurs choix politiques une influence déterminante sur les décisions des autres banques centrales.

La politique monétaire déploie toujours ses effets sur les prix avec un fort décalage dans le temps. La politique monétaire d'aujourd'hui détermine donc les taux d'inflation d'après-demain. L'incertitude qui en découle quant à ses conséquences concrètes

ressort aussi des débats actuels, où l'une des questions qui revient le plus souvent est celle-ci: faut-il s'attendre à un processus de déflation ou craindre le retour de l'inflation?

Pour apporter quelques éléments de réponse et y voir clair dans les arguments en présence, nous avons choisi de développer huit thèses qui reflètent en même temps nos positions. Cette démarche nous permet aussi d'aborder et de commenter divers développements incertains.

Nous remercions ici toutes les personnes qui ont apporté leur concours à la réalisation du présent document. Nous sommes particulièrement reconnaissants à Ernst Baltensperger, à Ulrich Kohli ainsi qu'à M. Boris Zürcher pour leurs précieux commentaires et propositions d'améliorations. Les auteurs endossent bien sûr l'entière responsabilité pour le contenu de la présente étude.

Zurich, novembre 2010



**Pascal Gentinetta**  
Président de la direction



**Rudolf Minsch**  
Chef économiste

« L'inflation est  
partout et toujours  
un phénomène  
monétaire »

Milton Friedman (1963): « Histoire monétaire des États-Unis, 1867-1960 »

# L'essentiel en bref

- ▶ Les autorités étatiques ont réagi à la crise économique et financière par des interventions d'une ampleur sans précédent. Elles ont lancé des programmes d'impulsion destinés à compenser la contraction brutale de la demande privée et à empêcher une récession, voire une débâcle de l'économie mondiale. Les instituts d'émission ont ramené leurs taux d'intérêt au voisinage de zéro afin d'aider les banques à remettre leurs bilans daplomb.
- ▶ La quasi-totalité des banques centrales n'ont pas seulement abaissé leurs taux directeurs. Elles ont aussi pris des mesures exceptionnelles. Pour sauver le système financier mondial de l'effondrement, les gardiens de la monnaie ont décidé d'apporter un soutien direct aux banques. Ils ont racheté des « actifs toxiques » ou des emprunts d'État afin de stabiliser les marchés, ce qui a eu pour effet de gonfler massivement le volume de liquidités et le risque systémique afférent. En Suisse, la BNS est intervenue avec force sur le marché des devises pour empêcher une revalorisation excessive du franc. Les réserves helvétiques de devises ont ainsi atteint un niveau record.
- ▶ Plusieurs éléments semblent indiquer qu'il ne sera pas facile aux banques centrales de neutraliser l'effet de ces interventions et de retrouver leur mode de vie d'avant la crise. Compte tenu de l'évolution (à la baisse) des prix des actifs acquis par ces banques, seule une partie des liquidités ainsi créées pourrait être résorbée aujourd'hui par leur vente. Quant aux instruments de stérilisation temporaire des liquidités (les bons de la BNS, par exemple), ils ne résolvent pas le problème mais le repoussent dans le futur.
- ▶ Dans l'état actuel des choses, les banques centrales se feraient du tort à elles-mêmes en relevant leurs taux. Historiquement parlant, cette situation est donc tout à fait unique ! Au demeurant, le niveau d'endettement record des États-Unis et de l'UE interdit matériellement tout relèvement notable de ces taux, en raison de la pression politique. La réputation des banques centrales s'en trouve affectée.
- ▶ Les mouvements de capitaux ont une incidence sur les taux de change. Les monnaies des pays vers lesquels les capitaux affluent subissent des pressions haussières. Chaque pays se pose en victime en affirmant que sa monnaie est surévaluée. La guerre monétaire peut conduire à une course à la dévaluation qui pourrait aboutir à l'instauration de contrôles des mouvements de capitaux.
- ▶ On peut partir de l'idée qu'un niveau record de liquidités a nécessairement une influence sur les prix. Les surplus de liquidités vagabondent sur toute la planète en quête des meilleurs placements, avec pour conséquence la formation de bulles de prix affectant principalement les marchés des matières premières, les titres et valeurs (notamment des pays émergents) ou encore les marchés de devises.
- ▶ Ni la Fed ni la BCE ne sont en mesure de resserrer notablement leur politique monétaire à moyen terme. Ce constat vaut également pour la BNS, puisqu'une majoration « autonome » de ses taux soumettrait le franc à de fortes poussées haussières, avec leur cortège de conséquences funestes pour notre économie.
- ▶ Une politique monétaire ultra-expansive ne peut pas rester durablement sans conséquences. Nous sommes donc en présence des deux scénarios suivants: 1. La pléthore monétaire mondiale engendre une gigantesque bulle d'actifs divers, dont l'explosion aura de très fâcheux effets sur l'économie mondiale. 2. L'économie mondiale reprend pied, mais dans la foulée l'inflation se met à progresser partout.
- ▶ À une époque où la politique monétaire est confrontée à des défis majeurs, il est d'autant plus important de veiller sur l'indépendance de la Banque nationale. La politique monétaire sera un exercice d'équilibrisme extrêmement périlleux ces prochaines années, également sans l'ingérence de la classe politique.

# Introduction

## Les programmes conjoncturels, vieille recette anticrise

Les institutions publiques ont réagi à la crise financière puis économique par des interventions d'une ampleur sans précédent. Tandis que la plupart des gouvernements prenaient des mesures de politique budgétaire et fiscale (baisses d'impôts ou gonflement des dépenses) pour contrer l'affaissement de la demande, les banques nationales se sont lancées dans une politique monétaire très expansive. Une grande partie des moyens utilisés n'étaient pas nouveaux. Les programmes de relance conjoncturelle, par exemple, ont déjà été mis en œuvre lors de crises précédentes. L'effroyable progression de la dette montre à quel point les États ont fait usage de cet instrument. Les autorités monétaires ont, elles aussi, réagi de manière classique, du moins au début de la crise, en relâchant les rênes de la politique monétaire, c'est-à-dire en abaissant fortement le taux directeur tout en injectant d'abondantes liquidités dans un marché interbancaire asséché. Leur politique de taux très bas devait en même temps favoriser les investissements, redresser la consommation privée et soutenir la demande générale.

## Pour empêcher le système planétaire d'imploser, les banques centrales ont volé au secours des banques commerciales

Lors de la récente crise économique et financière, cependant, de nombreuses banques centrales ont pris un peu partout dans le monde des mesures extraordinaires. Pour empêcher le système financier planétaire d'imploser, les gardiens de la monnaie ont décidé d'apporter un soutien direct aux banques. Ils ont racheté à celles-ci leurs «titres toxiques» et les ont inscrits à leurs propres bilans. Ont particulièrement profité de ces mesures, aux États-Unis, les deux agences de refinancement hypothécaire semi-publiques «Fanny Mae» et «Freddie Mac». En Suisse, ce type de soutien est allé à l'UBS. La BNS a soulagé le bilan de cette grande banque en créant tout exprès un «fonds de stabilisation». Pour sa part, la Banque centrale européenne est intervenue avec une certaine modération. En Europe, le soutien aux banques a été principalement le fait des divers États (et de leurs autorités budgétaires). Enfin la BCE a aussi investi plus de 60 milliards d'euros dans des titres hypothécaires afin de sauver ce marché.

## Intervention massive de la BNS sur le marché des devises

Cela ne marquait pourtant pas la fin de l'activisme des banques centrales, particulièrement en Europe. Car les tourmentes budgétaires qui, suite à la crise financière et économique, ont frappé divers États européens et particulièrement la Grèce ont à nouveau réclamé l'intervention des banques centrales. La BCE accepte désormais comme sûretés des emprunts d'État faiblement notés (principalement les grecs) et achète généralement des emprunts d'État directement sur le marché secondaire, une opération totalement impensable il y a quelques mois encore. La BNS a aussi pris des mesures exceptionnelles et est intervenue massivement sur le marché des devises pour empêcher une revalorisation excessive du franc par rapport à l'euro. Ses réserves de devises ont atteint de ce fait des records absolus.

## Nouvelles formes d'intervention des banques centrales

Leur nouveauté même fait que ces interventions des banques centrales ont des effets largement incertains à moyen et long termes. Les Banques centrales affirment qu'elles n'auront pas de conséquences négatives si l'on parvient à renverser la vapeur au bon moment. En réalité, de nombreuses questions demeurent ouvertes et l'on peut se demander si le choix du timing sera vraiment la seule condition à remplir pour régler toutes les difficultés.

Les thèses développées ci-dessous mettent en évidence les divers types de problèmes économiques qui peuvent résulter de ces interventions extraordinaires. Si les mesures des banques centrales et leur nécessité ne sont pas a priori critiquables, il est néanmoins indispensable de débattre sans œillères de leurs possibles conséquences.

# 1 Brève initiation à l'économie monétaire

## De l'étalon-or au régime actuel de la monnaie fiduciaire : stabilité des prix contre possibilités de stabiliser la conjoncture

**La monnaie était initialement indexée à l'or ou à l'argent**

Aujourd'hui, les billets de banque sont produits par simple pression sur un bouton. Cela n'a pas toujours été le cas. Après la création de l'État fédéral suisse, la monnaie était frappée par les nombreuses banques centrales cantonales tenues de respecter les prescriptions fédérales relatives aux réserves en métaux précieux. À cette époque, le franc suisse était lié au franc français, et rattaché à l'or et à l'argent comme la plupart des monnaies. Cela signifie que, en théorie du moins, la monnaie fiduciaire pouvait être échangée contre une quantité prédéfinie de métaux précieux au guichet des banques. La création de la Banque nationale suisse en 1907 n'a rien changé au rattachement aux métaux précieux. Le prix du kilo d'or fut fixé à 3439 francs. Si la majorité des pays dévaluèrent leur monnaie par la suite, en conséquence de la guerre et de la crise économique, la Suisse a maintenu la parité d'avant-guerre. La convertibilité avec l'or obligeait la banque centrale à conserver des réserves d'or importantes pour assurer la couverture de sa monnaie. Cela l'a empêchée de mettre en circulation autant de monnaie fiduciaire que d'autres pays. Cette politique monétaire restrictive a conduit, au début des années 1930, à la déflation et à une récession. Ce n'est qu'en 1936 que les organes politiques ont cédé face à la pression et dévalué le franc suisse. La Suisse est le seul pays à avoir maintenu la convertibilité-or de sa monnaie pendant la Deuxième Guerre mondiale.

**Après la Deuxième Guerre mondiale, le prix d'une once d'or fut fixé et des taux de change fixes furent arrêtés avec les autres devises**

Après la Deuxième Guerre mondiale, les pays industrialisés étaient en principe d'accord pour admettre que le moment était venu d'abandonner l'étalon-or et d'introduire un nouveau système avec des taux de change fixes. Les conditions précises de ce système ont été définies en 1944 dans les accords de Bretton Woods. Son principe était similaire à celui de l'étalon-or. Le prix d'une once d'or fut fixé en dollars américains et des taux de change fixes furent arrêtés avec les autres devises. Les États-Unis avaient ainsi l'avantage d'être le seul pays à pouvoir mener une politique monétaire indépendante. Aux prises avec la guerre du Vietnam, les États-Unis ont ensuite négligé leurs engagements internationaux dans le cadre du système de Bretton Woods et ont mené une politique monétaire expansionniste dictée par leurs priorités internes. En conséquence, ils ont par la suite enregistré des taux d'inflation bien plus élevés que l'Europe. Cette évolution a mis les monnaies européennes et en particulier le franc suisse, de plus en plus sous pression en vue de leur réévaluation. Pour maintenir le cours de change prescrit par les accords de Bretton Woods, la Suisse a dû mener elle aussi une politique monétaire expansionniste et s'accommoder d'une inflation supérieure.

**Lutte contre le spectre de l'inflation**

Afin de contenir l'inflation, la Suisse s'est efforcée d'éponger les fortes liquidités en francs au moyen d'opération de neutralisation. Le fonctionnement de cette stratégie était le suivant : l'émission d'obligations d'État et la vente de devises non libellées en dollars permettaient de retirer du marché (neutraliser) la pléthore de francs née des achats de dollars. Cette stratégie de stérilisation permettait certes de résoudre le problème de l'inflation, mais au prix d'une pression en vue de la revalorisation du francs. Des mesures régulatrices ont été mises en place pour endiguer la forte demande de francs suisses et ainsi limiter la pression en vue

Le rattachement à l'or ne joue plus qu'un rôle secondaire

**Le rattachement à l'or évite l'inflation sur le long terme mais renforce les cycles conjoncturels**

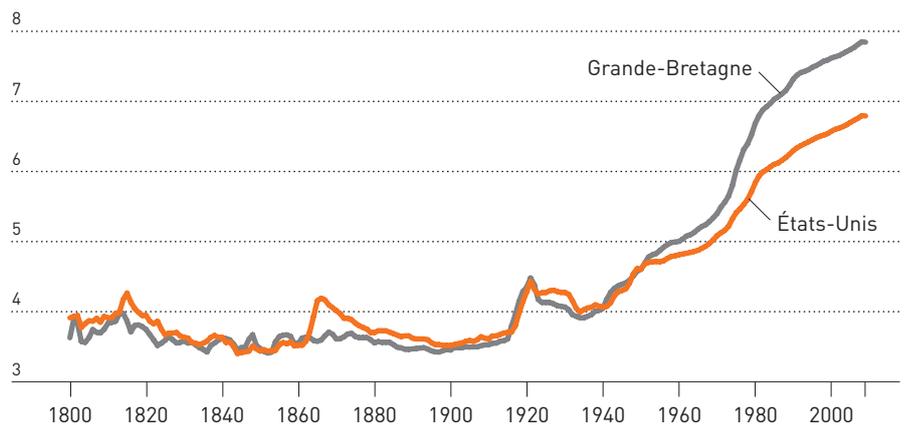
d'une revalorisation du franc (lois visant à lutter contre l'afflux de fonds étrangers, par exemple). En 1973, la pression est devenue trop forte et la Suisse a abrogé les textes légaux par lesquels elle s'engageait à stabiliser les cours de change. Le franc suisse s'est immédiatement revalorisé par rapport au dollar.

Depuis les accords de Bretton Woods, la couverture or d'une monnaie ne joue plus qu'un rôle secondaire dans la politique monétaire. Les pays industrialisés sont en principe passés à un système de monnaie fiduciaire sans constituer des réserves d'actifs. Bien que le rattachement à l'or n'ait plus depuis longtemps aucune importance sur le plan pratique, il a été supprimé formellement en 2000 seulement.

Les avantages d'un régime monétaire doté d'un étalon-or par rapport à un système fondé sur une monnaie fiduciaire sont évidents. La convertibilité impose des restrictions à la politique monétaire. En effet, celle-ci ne peut être utilisée pour financer d'éventuels déficits étatiques et la banque centrale ne peut émettre des billets à son gré. Cela bannit le danger de l'inflation et renforce la confiance des investisseurs dans leur propre monnaie. La figure 1 illustre la problématique en montrant l'évolution de l'indice des prix à la consommation des États-Unis et de la Grande-Bretagne au cours des deux cents dernières années. L'assouplissement croissant du rattachement à l'or depuis la Première Guerre mondiale a provoqué une forte hausse des prix. L'inconvénient fondamental de l'étalon-or est que le rattachement à l'or prive la politique monétaire d'instruments efficaces pour stabiliser l'économie (baisses de taux ou injection de liquidités par le système bancaire, par exemple). En d'autres termes, des cycles conjoncturels beaucoup plus marqués sont le prix à payer pour la stabilité monétaire. Il convient de noter toutefois que le système de la monnaie fiduciaire dans sa forme actuelle est encore relativement récent. Nous manquons de recul pour pouvoir dresser la liste définitive de ses avantages et inconvénients.

**Figure 1**  
Forte hausse des prix à la consommation depuis les années 1930

**Indice des prix à la consommation des États-Unis et de la Grande-Bretagne depuis 1800**  
Logarithmé, base: 1950



Source: Officer et Williamson (2009)

Taux d'inflation élevés dans les années 1970 et 1980

Les conséquences du changement de système monétaire ne se sont pas fait attendre. De nombreux États n'ont pas pu résister à la tentation de recourir à la planche à billet pour financer leurs dépenses. Cela a provoqué une hyperinflation dans plusieurs pays (Brésil, Argentine, Israël, etc.). Aux États-Unis aussi, les années 1970 et le début des années 1980 étaient marqués par des taux d'inflation à

**Des banques centrales indépendantes qui s'engagent à maintenir la stabilité des prix gardent la confiance de la population dans sa propre monnaie**

la fois hauts et volatils. Ce n'est qu'avec l'arrivée de Paul Volcker à la tête de la Fed qu'ils ont mis en œuvre une stratégie crédible et durable de lutte contre l'inflation. La banque centrale américaine a ainsi restauré sa crédibilité et sa réputation. La politique monétaire restrictive nécessaire à cet effet a débouché sur une lourde récession. La Suisse a été confrontée à un scénario similaire au début des années 1980. Les conséquences négatives de la crise immobilière qui a fait rage au début des années 1990 sont particulièrement tangibles. La BNS a donné un coup de frein par le biais de la politique monétaire, faisant éclater la bulle immobilière et stabilisant les prix même si c'était au prix d'une forte baisse de la performance économique.

Ces expériences ont poussé la majorité des banques centrales (BCE, BNS, BoE) à faire du maintien de la stabilité des prix une priorité. Des banques centrales indépendantes de l'État fiscal qui s'engagent à maintenir la stabilité des prix (ou un taux de change fixe) gardent la confiance de la population dans sa propre monnaie. La réputation d'une banque centrale devient un bien important. Les taux d'inflation relativement bas enregistrés en Suisse et en Europe au cours des quinze dernières années environ montrent qu'elles ont bien accompli leur tâche.

**Bulles d'actifs**

Malgré des taux d'inflation modérés, des bulles d'actifs considérables se sont formées. Il y a eu la bulle Internet au début du siècle et, l'exemple le plus connu, la bulle immobilière de 2007/2008. Les banques centrales étaient conscientes du danger inhérent à la formation de telles bulles. Les États-Unis appliquaient la doctrine Greenspan, qui voulait que les banques centrales n'empêchent pas la formation de bulles d'actifs, en raison du coût macroéconomique majeur d'une telle opération et parce qu'elles ne peuvent identifier de manière irréfutable une bulle d'actifs. Dans l'éventualité de l'éclatement d'une bulle d'actifs, la banque centrale donnerait à l'économie les liquidités nécessaires pour compenser les effets négatifs.

**L'injection de liquidités importantes favorise la création de bulles d'actifs**

Aujourd'hui, un grand nombre d'économistes sont d'accord pour dire que les banques centrales, non seulement, n'ont pas empêché la formation de bulles d'actifs, mais que – avec la politique agressive d'encouragement de la construction de logement menée par les États – elles ont contribué dans une large mesure à leur formation. Abreuer trop généreusement et continuellement un marché de liquidités favorise la formation d'une bulle. Les corrections après l'éclatement de la dernière bulle immobilière ne se sont pas non plus déroulées comme prévu. Les banques centrales n'ont pas pu maîtriser la crise avec les instruments classiques de la politique monétaire.

## 2 Comportement des banques centrales durant la crise

### Les interventions massives sur les marchés sont sans précédent. Leurs conséquences sont difficiles à évaluer.

#### Crainte d'un effondrement du système financier

La crise financière de 2008/2009 est souvent considérée comme l'une des pires de ces dernières décennies. Craignant un effondrement total du système financier, les institutions publiques, et les banques centrales en particulier, sont intervenues en force.

#### Éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis

### 2.1 Soutien au marché interbancaire

À partir du second semestre 2007, les mauvaises nouvelles en provenance des États-Unis annonçant un éclatement imminent de la bulle immobilière se sont multipliées. Acculés par les hausses successives des taux d'intérêt décidées par la Fed, de plus en plus de propriétaires se sont retrouvés du jour au lendemain dans l'impossibilité de rembourser leur dette hypothécaire et, partant, en situation de surendettement. Le nombre d'objets vacants a fortement crû. En raison de la chute des prix de l'immobilier (cf. figure 2, page 11), les banques ainsi que les prestataires du marché immobilier, aux États-Unis comme ailleurs dans le monde, ont subi des pertes substantielles. Le climat de confiance entre les banques s'est détérioré, ce qui s'est répercuté sur le bon fonctionnement du marché interbancaire. Au début, les banques ont encore pu compenser leurs pertes en puisant dans leurs propres réserves. Par la suite, toutefois, force a été de constater que les problèmes ne se limitaient pas aux États-Unis et au marché de l'immobilier et qu'ils risquaient de dégénérer en une crise d'une ampleur historique. La faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers a précipité le mouvement: jugeant le risque de défaillance de contrepartie trop élevé, les banques ont refusé à partir de ce moment-là de se prêter mutuellement des liquidités. Soucieuses d'éviter l'effet domino, les banques centrales du monde entier ont alors approvisionné généreusement et à des conditions avantageuses les banques commerciales en liquidités et ont baissé très rapidement leurs taux directeurs.

#### La banque centrale en tant que prêteur de dernier ressort

Durant la première phase de la crise, c'est-à-dire jusqu'en octobre 2008, le soutien des instituts d'émission s'est concentré sur le front conventionnel des taux d'intérêt. Pour piloter les taux d'intérêt et, par conséquent, l'objectif opérationnel de leur politique monétaire, les banques centrales prêtent en effet, en périodes dites normales également, des liquidités aux banques commerciales contre paiement d'un intérêt (cf. encadré 1, page 12). Aussi les économistes s'accordent-ils sur le fait que, en cas de dysfonctionnement, les banques nationales doivent injecter des liquidités afin d'éviter un effondrement du système bancaire à grande échelle dû à une pénurie de liquidités. La banque centrale joue ainsi le rôle de «prêteur de dernier ressort» [«lender of the last resort» ; Freixas et al., 1999].

#### Effondrement du marché interbancaire

Contrairement à la politique monétaire conventionnelle menée précédemment, les instituts d'émission ont toutefois commencé à prêter des liquidités en quantité illimitée dès le mois d'octobre 2008. Autrement dit, les banques pouvaient couvrir auprès de ceux-ci leur besoin intégral en liquidités et ne dépendaient plus pour cela du marché interbancaire. Elles «parquèrent» alors leur surplus de liquidités auprès de leur banque centrale respective plutôt que de le prêter à d'autres banques.

## Niveau record de la monnaie de banque centrale

## Le retour à la normale se fera dans la douleur, les banques centrales ne s'en cachent pas

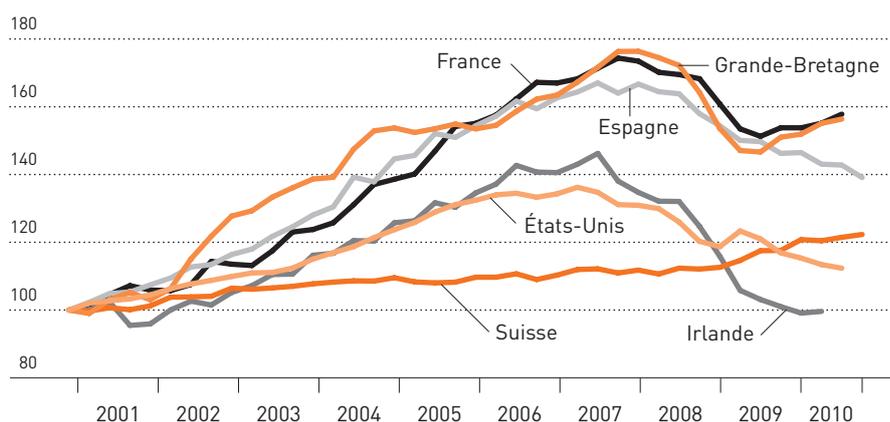
Le niveau actuel de la monnaie de banque centrale (cf. figure 3) montre très clairement que le bon fonctionnement du marché interbancaire n'est toujours par rétabli: tant aux États-Unis que dans la zone euro ou en Suisse, les niveaux correspondants, c'est-à-dire les quantités de liquidités mises à disposition par les instituts d'émission, excèdent nettement les niveaux observés avant l'éclatement de la crise. Bien que de l'eau ait coulé sous les ponts depuis la faillite de Lehman Brothers, les banques centrales continuent de soutenir le marché interbancaire. L'ampleur des mesures mises en œuvre et la durée de l'approvisionnement massif en liquidités par les banques nationales sont uniques dans l'histoire, si bien que nous ne disposons pas encore du recul nécessaire pour en apprécier l'adéquation et les conséquences.

Le retour à la normale se fera dans la douleur, les banques centrales ne s'en cachent pas. La confiance entre les banques commerciales est loin d'être rétablie à l'étranger. Aussi longtemps que celles-ci stockent leurs liquidités à la banque centrale, il n'y a pas de problème. Par contre, dès que l'économie se redressera et que les liquidités seront réinjectées dans le circuit monétaire, la stabilité des prix risque d'être mise à rude épreuve.

**Figure 2**

L'éclatement de la bulle immobilière est à l'origine de la crise.

### Évolution des prix immobiliers réels dans les différents pays

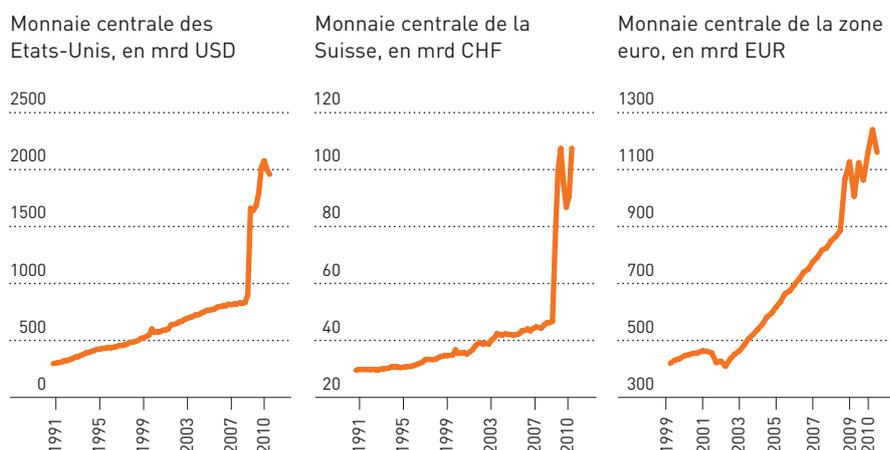


Source: Thomson Datastream

**Figure 3**

La crise a fortement accru la monnaie centrale.

### Évolution de la monnaie centrale aux États-Unis, dans la zone euro et en Suisse



Source: Thomson Datastream

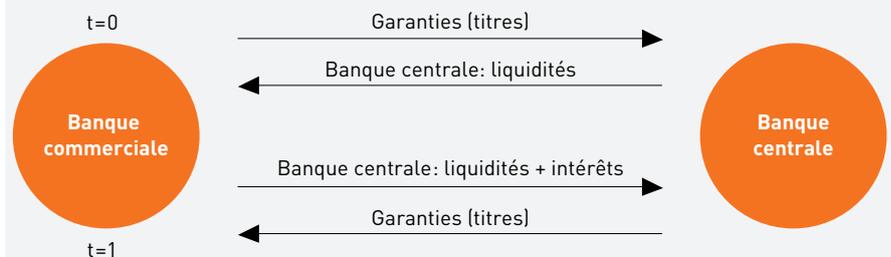
Encadré 1

### Les pensions de titres de la Banque nationale suisse

La valeur de référence de la politique monétaire de la Banque nationale suisse est le Libor à trois mois («London Interbank offer rate»), c'est-à-dire le taux d'intérêt que les banques commerciales appliquent entre elles pour un refinancement à court terme. En agissant indirectement sur ce taux, la Banque nationale peut influencer sur toute la courbe des intérêts et, partant, sur l'approvisionnement de l'économie en numéraire. Une modification de la politique monétaire déploie ses effets sur le niveau des prix avec un décalage dans le temps de deux à trois ans. Afin de garantir la stabilité des prix future, la BNS établit des prévisions d'inflation et en tire des conclusions pour le taux Libor à court terme à viser.

Si la Banque nationale ne peut pas agir directement sur le Libor, elle le gère indirectement par le biais des opérations dites de pensions de titres («repurchase agreement»). Dans le cadre de ces opérations, la BNS met à la disposition des banques commerciales, contre remise de garanties (titres), une certaine quantité de liquidités à un taux fixe et pour une durée donnée (souvent «overnight»). Tous les matins (jours ouvrables), elle communique le taux des pensions de titres et procède à un appel d'offres. Plus les conditions auxquelles les liquidités sont proposées sont avantageuses, plus les taux interbancaires pour les crédits à court terme sont bas. En fixant le montant du taux des pensions de titres, la BNS influe sur le Libor et, partant, sur son objectif opérationnel. Le taux des pensions de titres est donc inférieur au Libor. Le schéma ci-dessous met en exergue deux caractéristiques majeures de cet instrument de politique monétaire : premièrement, le risque lié à la variation de valeur des actifs remis en gage est assumé par la banque commerciale dans le cadre des pensions de titres conventionnelles ; deuxièmement, la banque centrale récupère les liquidités au terme de l'opération de pensions de titres.

#### Représentation schématique d'une pension de titres



Les pensions de titres constituent l'unique instrument de gestion directe selon la politique monétaire de la Banque nationale. Les instruments comme les transactions sur devises (swaps de devises), souvent utilisées par le passé, ont pour ainsi dire disparu de la politique monétaire moderne. Durant la récente crise financière, toutefois, la BNS s'est vu contrainte d'intervenir sur le marché des devises pour éviter une revalorisation excessive du franc suisse. Ce type d'interventions directes sur le marché des changes ne figure en principe pas au nombre des instruments de la stratégie de politique monétaire de la BNS.

## 2.2 Intervention sur le marché des titres hypothécaires

La politique monétaire conventionnelle a atteint ses limites

La politique monétaire conventionnelle par le biais de diminutions des taux d'intérêt et d'une mise à disposition de liquidités en quantité illimitée n'a plus été à même de garantir la stabilité du système financier après la faillite de Lehman Brothers. La crise des liquidités s'est peu à peu transformée en une véritable crise de solvabilité. Les banques détenaient trop de titres dont la valeur a chuté drastiquement. L'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis a conduit à l'effondrement du marché des titres hypothécaires, et de nombreuses banques ont dû procéder à d'importants amortissements dans leur bilan. Les titres de qualité moindre ont été plus particulièrement touchés. Peu avant la crise, ceux-ci avaient encore été notés comme très sûrs par les agences sur la base d'hypothèses beaucoup trop optimistes. Communément appelés «subprime» ou actifs «toxiques», ces titres n'ont plus pu être évalués après l'éclatement de la crise et sont devenus illiquides.

Le spectre de la grande dépression des années 1930 a resurgi

L'engagement massif de nombreuses banques dans ces papiers-valeurs risquait de mettre en danger tout le système financier. Les économistes craignaient que l'insolvabilité de grands instituts bancaires ne se transforme en un raz-de-marée aux conséquences aussi graves qu'imprévisibles pour l'économie mondiale. Le spectre de la Grande Dépression des années 1930 a resurgi. Afin de préserver la stabilité du système, de nombreuses banques d'émission, la Fed en tête, ont alors décidé d'inscrire les titres toxiques dans leur propre bilan afin d'assainir celui des banques commerciales. Elles estimaient que l'illiquidité du marché des titres hypothécaires les toucherait moins que les banques commerciales. En Suisse, l'UBS a plus particulièrement profité de cette mesure tandis que, aux États-Unis, ce type de soutien s'est adressé aux agences de refinancement hypothécaire en mains publiques Fanny Mae, Freddy Mac et Ginnie Mae. Ces trois géants du marché immobilier américain ont en outre bénéficié d'un rachat direct d'obligations par la Fed.

Forte expansion du bilan de la Fed

Pour la Fed, cette intervention a eu des répercussions énormes, comme le montre l'expansion de son bilan (cf. figure 4, page 14), lequel a presque triplé entre 2006 et 2010. Le volume des titres adossés à des crédits hypothécaires («mortgage-backed securities») se monte à plus de 1050 milliards de dollars, somme à laquelle s'ajoutent les liquidités injectées pour soutenir les banques commerciales. Quant aux obligations détenues par Fanny Mae & Co, leur valeur a atteint jusqu'à 300 milliards de dollars. D'où la configuration du passif du bilan de la Réserve fédérale américaine. Les avoirs des établissements spécialisés dans les crédits hypothécaires ainsi que ceux d'autres instituts bancaires figurent sous la rubrique dépôts («deposits»).

Début novembre 2010, la Fed a annoncé son intention d'acheter des titres pour une valeur de 600 milliards de dollars dans le cadre d'un deuxième programme. Cela implique un assouplissement quantitatif supplémentaire massif alors que l'économie américaine n'est plus en récession. Indépendamment des problèmes que cela peut poser à long terme, la Fed semble vouloir utiliser la politique monétaire pour remédier à des faiblesses structurelles de l'économie nationale.

La stratégie de la Fed relève de la politique de la planche à billets

La Fed a adopté une stratégie qui relève de la politique de la planche à billets: par simple pression sur un bouton, elle a créé des dollars afin d'acheter les titres immobiliers. Les liquidités ainsi obtenues constituent des engagements de la Fed à l'égard du public et figurent donc au passif de son bilan. Il est vrai que l'apport de liquidités accroît la monnaie centrale, mais pas forcément la masse monétaire détenue dans le public (agrégats M1 à M3). Pour que les avoirs à vue sur les comptes bancaires ou les placements à terme augmentent, une hausse du volume des crédits est nécessaire. Or aux États-Unis précisément, les banques continuent à se montrer réticentes en matière de crédits afin d'assainir leurs bi-

lans. Autrement dit, elles ne recourent pas encore à la possibilité de «créer» de l'argent en octroyant des crédits supplémentaires. Mais si la Fed ne diminue pas les dépôts ces réserves peuvent être utilisées à des fins de crédit, ce qui gonfle la masse monétaire (M1, M2 ou M3) et pourrait conduire à une hausse de l'inflation. La création de crédits supplémentaires serait alors uniquement limitée par l'obligation pour les banques de détenir pour ces crédits des réserves minimales auprès de la Fed.

Figure 4

Augmentation massive du bilan de la Fed

#### Comparaison du bilan de la Fed au 2 novembre 2006 et au 28 octobre 2010<sup>1</sup> En milliards USD (en résumé et en chiffres arrondis)

Actif	2006		Passif
Or	11	Monnaie en circulation	760
<b>Titres</b>	<b>795</b>	Pensions de titres	31
Bons du Trésor	277	Dépôts	27
Obligations et emprunts	489	Autres passifs	11
Autres	29		
Autres actifs	53	<b>Actions</b>	<b>30</b>
<b>Total</b>	<b>859</b>	<b>Total</b>	<b>859</b>

Actif	2010		Passif
Or	11	Monnaie en circulation	922
<b>Titres</b>	<b>2086</b>	Pensions de titres	57
Bons du Trésor	18	Dépôts	1246
Obligations et emprunts	819	Autres passifs	16
<i>Titres adossés à des crédits hypothécaires</i>	1051		
<i>Crédits publics aux particuliers</i>	150		
Autres	48		
Holdings of Maiden Lane (banque oubliée)	67		
Autres actifs	134	<b>Actions</b>	<b>57</b>
<b>Total</b>	<b>2298</b>	<b>Total</b>	<b>2298</b>

Source : Fed. Notes: Deposits held by depositories institutions

#### La BNS a surtout repris les titres de la grande banque UBS

Les achats de titres hypothécaires de la Banque nationale suisse et de la Banque centrale européenne ont été nettement moins conséquents que ceux de leur consœur américaine. La BCE a acquis de tels titres sur le marché secondaire pour une valeur totale de 60 milliards d'euros (Kaiser, 2010). La BNS, de son côté, a repris des actifs de la grande banque UBS. En 2009, la valeur de ce fonds dit de stabilisation s'élevait à plus de 26 milliards de francs suisses. En octobre 2010, elle était encore de 14 milliards de francs. L'année dernière, la BNS s'est aussi engagée, dans une proportion relativement modeste, dans des emprunts de débiteurs privés.

<sup>1</sup> La politique monétaire de la Fed consiste, d'une manière générale, en l'achat et la vente de bons du Trésor. Il ressort toutefois de la comparaison des deux bilans que cet instrument de gestion monétaire a, pour l'instant, atteint ses limites.

## Encadré 2

### L'effet de valeur refuge

Le franc suisse jouit d'une excellente réputation internationale et figure parmi les monnaies les plus négociées. La stabilité politique, la valeur élevée de la propriété privée, le faible endettement public et une banque centrale indépendante et conservatrice sont autant d'éléments qui lui valent cette reconnaissance. D'une manière générale, on dit dans ce contexte du franc suisse qu'il sert de valeur refuge. Ce statut a pour effet que, en temps de crise (11 septembre, crise grecque, volatilité accrue des marchés financiers, etc.), le franc a toujours tendance à s'apprécier fortement.

Par effet de valeur refuge, on entend la tendance des investisseurs à se tourner en période de crise vers des actifs libellés dans une monnaie spécifique. Ces mouvements de capitaux induisent une demande accrue de la monnaie concernée et, ainsi, son appréciation. Ce phénomène peut se produire assez rapidement, raison pour laquelle il peut apporter des éléments d'explication aux fluctuations de cours à court et à moyen terme. Le mécanisme fonctionne d'ailleurs aussi dans l'autre sens, à savoir que, en phase de haute conjoncture, les valeurs refuge ont tendance à se déprécier.

Le franc suisse n'a jamais été l'unique valeur refuge. L'euro ou le yen japonais ont également joué ce rôle par le passé. Mais, parmi les principales monnaies dans ce cas, le franc a toujours présenté le plus nettement les caractéristiques requises. Le fort endettement de nombreux États européens et la crise grecque ont probablement contribué récemment à ce que le franc suisse voie son statut de valeur refuge encore renforcé, en particulier vis-à-vis de l'euro.

Lorsque l'effet de valeur refuge provoque une brusque appréciation du franc, il pèse sur l'industrie exportatrice et le tourisme suisses. Simultanément, un franc fort constitue un avantage pour le secteur des importations et pour les consommateurs, car ceux-ci bénéficient ainsi en Suisse comme à l'étranger d'un pouvoir d'achat plus élevé. Sans oublier la place financière helvétique, qui profite de la bonne réputation de la devise suisse. Un statut qui, enfin, s'explique aussi par le bas niveau des taux d'intérêt réels en comparaison européenne. L'effet de valeur refuge n'implique donc pas que des inconvénients.

## 2.3 La crise grecque et ses conséquences

### Forte appréciation du franc suisse

Vers la fin de 2009, les marchés financiers sont arrivés à la conclusion que la Grèce, pays de la zone euro, souffrait d'un endettement excessif et risquait de devenir insolvable. Rapidement, le même constat s'est aussi imposé pour le Portugal, l'Espagne, l'Italie et l'Irlande. Les marchés ont commencé à douter de la capacité des pays dits PIGS (ou PIIGS si l'on tient compte de l'Irlande) à garantir le service de leur dette. Les charges d'intérêt pour les emprunts d'État de ces pays ont alors pris l'ascenseur, et les investisseurs ont commencé à vendre leurs positions en euros pour se tourner vers d'autres monnaies, le franc suisse en particulier. Fréquent en période de crise, ce phénomène est souvent qualifié d'effet de valeur refuge. Une explication détaillée de ce mécanisme et de ses implications figure dans l'encadré 2.

### La somme de bilan de la BNS a quasiment triplé

Confrontée à cette situation, la Banque nationale suisse a commencé à acheter des euros par milliards sur le marché des devises. L'argument utilisé pour justifier cette intervention était la crainte de tomber dans une spirale déflationniste déclenchée par une éventuelle baisse des prix à l'importation due à l'appréciation de la monnaie helvétique. À noter que, très vite après l'éclatement de la crise,

la BNS avait déjà pour les mêmes raisons eu recours à cet instrument, mais de manière nettement moins intense. À la suite des interventions massives en 2010, les réserves monétaires de la BNS ont atteint un niveau record pour s'établir à pas moins de 217 milliards de francs suisses en septembre 2010. La somme de bilan de la BNS a quasiment triplé par rapport à 2006.

Figure 5

Fort gonflement du bilan de la BNS

**Comparaison du bilan de la BNS en 2006 et en septembre 2010**

En milliards de francs suisses (en résumé et en chiffres arrondis)

Actif	2006		Passif
Or	32	Billets en circulation	43
<b>Devises</b>	<b>45</b>	<b>Comptes de virement banques commerciales</b>	<b>6</b>
Créances résultant de pensions de titres	27	Compte Confédération	1
Titres	5	Autres passifs	1
Autres actifs	2		
		<b>Actions</b>	<b>60</b>
<b>Total</b>	<b>111</b>	<b>Total</b>	<b>111</b>

Actif	2010		Passif
Or	43	Billets en circulation	47
<b>Devises</b>	<b>217</b>	Pensions de titres	19
Prêt au fonds de stabilisation	14	<b>Comptes de virement banques commerciales</b>	<b>35</b>
Moyens de paiement internationaux	5	Compte Confédération	7
Titres	3	Emprunts banques centrales	105
Autres actifs	2	Autres passifs	18
		<b>Actions</b>	<b>53</b>
<b>Total</b>	<b>284</b>	<b>Total</b>	<b>284</b>

Source : Banque nationale suisse, Bulletin mensuel de statistiques économiques

**Le risque de déflation était-il effectivement si élevé ?**

Le risque de déflation en Suisse était-il effectivement si élevé que cela au printemps 2010? Nul ne peut le dire. Cependant, plusieurs arguments relativisent ce scénario (communément qualifié de *worst case* par les économistes). Ainsi, un taux d'inflation négatif n'est pas automatiquement synonyme de déflation, le facteur déterminant étant la manière dont les attentes des acteurs économiques évoluent. Un risque de spirale déflationniste existe uniquement lorsqu'une baisse continue et durable des prix est attendue, de sorte qu'il vaut la peine de reporter des activités économiques prévues (consommation, investissements, etc.). Dans ce cas de figure, le recul des prix entraîne un ralentissement de l'activité économique. Et selon la logique de la prophétie autoréalisatrice, les prix continuent de baisser. Cependant, la Suisse importe beaucoup de biens de consommation durables tels que les voitures, les meubles ou l'électronique de divertissement. Or, si les helvètes reportaient leurs décisions de consommation en raison de prix orientés à la baisse, les importations en seraient fortement touchées. On peut donc en déduire qu'une appréciation de la devise helvétique ne provoque pas immédiatement une spirale déflationniste en Suisse. Pour cela, il faudrait que, en plus, le marché intérieur s'effondre.

L'appréciation du franc suisse n'a pas pu être enrayerée

Les interventions massives de la BNS sur le marché des changes ont eu des effets limités. Elles ont probablement contribué à éviter une hausse temporaire excessive des cours de change mais elles n'ont pas permis d'enrayer l'appréciation du franc suisse. On s'attendait à ce que les achats d'euros aient un effet stabilisateur plus marqué.

La BCE a acquis des emprunts d'État

Durant la première phase de la crise, la BCE a fait preuve d'une certaine retenue, si l'on compare son intervention avec les mesures musclées mises en œuvre par d'autres banques centrales. Mais la crise grecque l'a contrainte à une volte-face. Après moult tergiversations, en effet, la BCE s'est résolue à lancer un programme de rachat sur le marché obligataire secondaire. L'impact à long terme de celui-ci sur le bilan de la BCE est très difficile à évaluer. Le 6 octobre 2010, la valeur de ces obligations d'État s'élevait à 61 milliards d'euros et elle continue d'augmenter (Banque centrale européenne, 2010).

**Il importe de connaître les conséquences de ces interventions d'une ampleur sans précédent**

Les interventions des banques centrales étaient-elles pertinentes du point de vue économique et des principes fondamentaux? Là n'est pas la question prioritaire. Pour l'avenir, il importe bien plus de connaître les conséquences de ces interventions d'une ampleur sans précédent. Comment les instituts d'émission réagiront-ils en cas de reprise conjoncturelle? Un retour de l'inflation est-il probable? Un adage économique bien connu dit que l'on n'a rien sans rien («There is no such thing as a free lunch»). Il faut donc s'attendre à payer un prix pour les mesures de soutien des banques centrales. Mais lequel?

Sur la base des faits évoqués ci-dessus, nous allons maintenant développer huit thèses qui reflètent clairement notre avis et nos prévisions quant aux possibles conséquences des interventions des banques centrales.

«There is no such  
thing as a free lunch.»»

Adage américain

# 3 Huit thèses sur l'impact de la politique monétaire

## Les lois fondamentales de l'économie continuent de s'appliquer : les interventions des banques centrales auront nécessairement des conséquences massives en termes de coûts

---

### Thèse 1

#### Les banques centrales ne prendront pas de contre-mesures pour retirer du circuit les liquidités qu'elles ont créées par assouplissement quantitatif

---

##### Politique d'assouplissement quantitatif

La réaction des banques centrales à la dernière crise a été inhabituelle à plus d'un titre. Jamais encore de tels volumes de liquidités n'avaient été injectés dans le système ; jamais encore des politiques de taux zéro n'avaient été menées sur une période aussi longue ; jamais non plus les instituts d'émission n'avaient recouru aussi massivement à des instruments échappant à la politique de taux classique. Notre première thèse est que les banques centrales ne retireront pas du système les liquidités qu'elles ont créées par « assouplissement quantitatif »<sup>2</sup> en inversant simplement leur politique.

##### Accroissement massif de la liquidité dans le système

Les banques centrales ont misé sur des instruments très différents pour faire face à la crise. Mais en fin de compte, leurs effets sont similaires. Toutes ces mesures ont conduit à un accroissement massif de la liquidité dans le système. Qu'elles aient racheté des titres hypothécaires, des monnaies ou des obligations d'État, les banques centrales l'ont toutes fait en utilisant ce qu'on appelle de la monnaie centrale. Sur le fond, les spécialistes sont d'accord sur les conséquences qu'aurait une telle situation si elle devait perdurer. Actuellement, de nombreuses banques centrales sont encore focalisées sur les risques de déflation. Toutefois, il existe un lien entre croissance de la masse monétaire et renchérissement<sup>3</sup>. Ce lien a été établi empiriquement et on le saisit bien intuitivement : les prix ne peuvent que grimper lorsque l'argent à disposition pour acheter une même quantité de biens augmente. Le fort potentiel d'inflation que renferme la liquidité créée n'est du reste guère contesté parmi les économistes. Tôt ou tard, il faudra donc bien la retirer du système.

##### L'abondance des liquidités renferme un grand potentiel d'inflation

À l'heure actuelle, ces liquidités existent surtout sous forme d'avoirs des banques parqués sur des comptes ouverts auprès de la banque centrale. Les banques utilisent ces avoirs comme une réserve pratique et bon marché pour faire face à des crises de liquidité passagères en cas de besoin. Il n'y a donc pas de danger d'inflation dans l'immédiat. Mais les liquidités risquent d'entrer dans le circuit sitôt que l'économie se sera rétablie, ce qui se traduirait par une hausse des prix. Ce mécanisme est à l'origine d'une idée régulièrement propagée dans les médias, celle voulant que le problème fondamental des gardiens de la monnaie serait le choix du bon moment pour resserrer les rênes de la politique monétaire. Le

<sup>2</sup> Par mesures d'« assouplissement quantitatif » des banques centrales (« quantitative easing »), nous entendons leurs interventions sur le marché de nature exceptionnelle, telles que rachats de titres hypothécaires ou accumulation de monnaies étrangères. Ces interventions sortent du cadre de la politique monétaire classique, où le pilotage s'effectue par le biais des taux d'intérêt.

<sup>3</sup> La thèse 6 détaille les formes que pourraient prendre le renchérissement.

basculement doit intervenir assez tôt pour prévenir l'inflation, mais pas trop tôt, sous peine de tuer dans l'œuf le redressement de la conjoncture. La tâche est donc compliquée. Elle s'apparente à un exercice d'équilibrisme.

### Les actifs rachetés se sont dépréciés massivement

Mais ce problème n'est pas le seul que les banques centrales aient à résoudre. Retirer du système toute les liquidités créées supposerait que les banques centrales parviennent à remettre sur le marché les actifs acquis durant la crise en les revendant au prix d'achat. Or, les titres «subprime» en particulier se sont massivement dépréciés dans l'intervalle. Les cours de l'euro et des obligations d'État européennes ont reculé également. En clair: si les banques centrales soldaient simplement leurs positions, seule une partie des liquidités créées seraient résorbées. Pour la retirer complètement du système, les banques centrales devraient accepter de réaliser des pertes et vendre des actifs supplémentaires.

### Un simple retournement de politique est impossible à moyen terme

On pourrait argumenter qu'il s'agit d'un faux problème. Pourquoi les banques centrales n'attendraient-elles pas simplement que les actifs rachetés durant la crise retrouvent leur valeur de l'époque? Le problème est de savoir si tel sera un jour le cas – et si oui quand. Vu d'aujourd'hui, tout indique que les titres que les banques centrales ont accumulés dans leur bilan ne pourront pas être revendus au prix d'acquisition de sitôt.

### Les titres hypothécaires étaient surévalués

Aux États-Unis, la Fed a été amenée à racheter des titres hypothécaires à des prix qui ne correspondaient pas à la réalité du marché immobilier. La surévaluation de ces titres traduisait la formation d'une bulle. Un retour à l'ancien niveau de prix semble exclu, à moins qu'une nouvelle bulle immobilière se constitue. Si la Fed vendait néanmoins ses titres aujourd'hui, leur prix baisserait encore et la banque centrale réaliserait une perte substantielle.

### En Suisse, les fondamentaux macroéconomiques parlent pour un franc fort, ce qui constitue un problème pour la BNS

En Suisse, les fondamentaux macroéconomiques parlent pour un franc fort<sup>4</sup>. Cela constitue un problème pour la BNS. Deux inconvénients surgiraient si elle cherchait à absorber des liquidités en francs en revendant des devises en réserve. Premièrement, le franc s'apprécierait encore, ce dont la conjoncture pâtirait. Le problème se poserait en particulier si la BNS réduisait son stock de devises abruptement (il conviendrait donc d'étaler l'opération dans le temps pour éviter des frictions trop fortes). D'autre part, la BNS enregistrait des pertes de change substantielles. Une forte pression politique verrait alors le jour car la situation contraindrait la Confédération et les cantons à se contenter d'une participation aux bénéfices de la BNS inférieure<sup>5</sup>.

### Perte potentielle non quantifiable

La Fed et la BNS ont recouru à des instruments très différents durant la crise, mais leurs effets sont comparables. Dans les deux cas, les actifs acquis l'ont été à des prix nettement supérieurs aux valeurs actuelles. Les instituts d'émission réaliseraient donc des pertes s'ils retiraient du système le supplément de liquidités créé par assouplissement quantitatif en recourant à des mesures de même nature. L'ampleur de ces pertes n'est pas quantifiable car les prix d'achat ne sont pas connus. Mais vu les proportions dans lesquelles les bilans des deux établissements ont gonflé, il n'est pas exclu que les pertes éventuelles dépassent même leur capital propre. Les deux banques centrales ne réduiront donc pas les liquidités créées de la même manière qu'elles les ont faites entrer dans le système car ce n'est pas dans leur intérêt.

<sup>4</sup> Cf. Minsch et Schnell (2010)

<sup>5</sup> La loi sur la Banque nationale prévoit que les dividendes versés à la Confédération et aux cantons dépendent de l'évolution du bénéfice de l'institut d'émission.

**Figure 6**

Un resserrement quantitatif crée des problèmes.

### Effets d'un resserrement quantitatif de la politique monétaire

	Fed	BNS	BCE
<b>Instrument pour résorber les liquidités</b>	Vente de titres hypothécaires	Vente d'euros contre des francs	Vente d'obligations d'État
<b>Impact sur la valeur cible</b>	Dépréciation des titres hypothécaires	Renchérissement du franc suisse	Dépréciation des obligations d'État
<b>Impact sur la banque centrale</b>	Réalisation de pertes	Réalisation de pertes	Réalisation de pertes (ampleur limitée)
<b>Retrait des liquidités du circuit</b>	Incomplet (car prix de vente inférieur au prix d'achat)	Incomplet (car prix de vente inférieur au prix d'achat)	Incomplet, mais faible impact sur la politique monétaire (petits volumes)

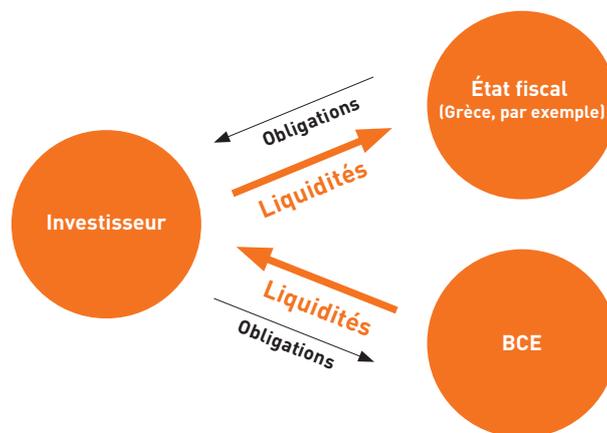
### La BCE en posture délicate suite au rachat d'obligations d'État

Comment la situation se présente-t-elle à la BCE? L'institut d'émission européen est également en posture délicate après avoir racheté des obligations d'État sur le marché secondaire<sup>6</sup>. Indirectement, son action a consisté à fournir des crédits à des États très endettés, dont les politiques dépensières ont ainsi été récompensées après coup. De facto, la BCE assume ainsi une grande partie du risque lié à une nouvelle perte de réputation des obligations des États en question voire d'une éventuelle restructuration de leur dette (scénario qui reste plausible dans le cas de la Grèce). Les méthodes de la BCE contreviennent clairement aux principes économiques devant régir l'activité des banques centrales. La BCE s'est certes «bornée» à acheter les obligations sur le marché secondaire; indirectement, elle n'en a pas moins mis des fonds à disposition des États fiscaux concernés (cf. figure 7). Les investisseurs ne sont pas dupes: ils savent qu'ils peuvent placer à tout moment leurs obligations d'État auprès de la BCE. Ce mode de financement des activités étatiques peut avoir des conséquences dramatiques. On se souvient du cas de l'Argentine (1989-1990), où hyperinflation, faillite de l'État et une profonde dépression économique s'étaient enchaînés.

**Figure 7**

Intervention problématique de la BCE sur le marché secondaire

### La Banque centrale européenne à la rescousse de l'État fiscal



Source: economiesuisse

<sup>6</sup> Deux remarques à ce propos: 1. La loi interdit à la BCE d'acheter des obligations d'État sur le marché primaire, d'où ce procédé détourné. 2. En soi, il n'y a rien d'inhabituel à ce que les banques centrales effectuent des transactions portant sur des obligations d'État (ces opérations d'open market sont même une composante essentielle de la politique monétaire de la Fed). Mais l'intention est déterminante: le rachat d'obligations d'État en vue de soutenir un État fiscal – et non pour des raisons de politique monétaire – est hautement problématique.

---

## Thèse 2

### Les nouveaux instruments ne constituent pas des «repas gratuits»

---

**Les liquidités créées renferment un potentiel de renchérissement avéré**

Les banques centrales semblent conscientes que les liquidités créées renferment un potentiel de renchérissement. Ainsi, elles n'envisagent aucunement d'inverser simplement les mesures d'assouplissement quantitatif qu'elles ont dû prendre. L'impact sur la conjoncture serait trop lourd, tout comme les pertes qu'elles essuieraient.

**Les banques centrales se lancent dans l'émission de titres de créance**

Les banques centrales ont donc dû se rabattre sur de nouveaux instruments pour écarter le risque pesant sur la stabilité des prix. Elles se sont mises à émettre leurs propres titres de créance. La vente de ces obligations de banque centrale permet de neutraliser temporairement les liquidités se trouvant sur le marché. La nature de ces emprunts rappelle celle d'obligations d'État ordinaires, en particulier concernant leur classification en termes de risque. Leur durée, trois à six mois, est toutefois plus courte (Eisenring, 2010). La BNS recourt depuis peu à large échelle à ce qu'on appelle les «reverse repo» (opérations de prise en pension). Cet instrument est comparable aux bons de la BNS<sup>7</sup>.

Titres de créance propres et opérations de mise en pension ne font guère débat. On semble considérer que ces nouveaux instruments constituent des «repas gratuits» pour les instituts d'émission («free lunch»). Qu'en est-il vraiment ?

**La politique de neutralisation ne peut qu'être temporaire**

Les nouveaux instruments ont deux points faibles. Premièrement, ils ne permettent pas d'absorber durablement l'excès de liquidité. Les liquidités ne sont retirées du circuit – et donc neutralisées – que temporairement. Elles retournent dans les banques à échéance de l'emprunt. En réalité, l'opération conduit même à une augmentation de la masse monétaire, à hauteur de l'intérêt que la banque centrale verse sur l'emprunt arrivé à échéance. C'est là que réside la différence avec un prêt fait à un État fiscal : celui-ci assurera le service de la dette en utilisant l'argent du contribuable et non en créant de la masse monétaire. Si un institut d'émission poursuivait ses opérations de neutralisation à l'infini, la monnaie centrale finirait par exploser. Une politique de neutralisation est donc nécessairement temporaire. Summa summarum, l'emprunt de banque centrale ne fait que repousser le problème de l'excédent de liquidité. Le nouvel instrument permet de gagner du temps. Les instituts d'émission sont condamnés à retirer tôt ou tard les liquidités du marché en recourant à des mesures de resserrement quantitatif. Ils misent donc sur le fait que les «corps étrangers» accumulés dans leurs bilans pourront être cédés à un prix convenable ultérieurement. Pour les raisons évoquées ci-dessus, on peut douter que cela ne soit jamais le cas.

**Les banques centrales perdent partiellement la maîtrise de la masse monétaire**

Le deuxième problème lié à ces nouveaux instruments du point de vue des banques centrales est qu'il en résulte une perte de maîtrise partielle de la masse monétaire. En effet, les fonds empruntés retournent dans le secteur bancaire à l'échéance. À ce stade, l'institut d'émission ne peut empêcher un accroissement de la masse monétaire qu'en renouvelant son emprunt. Cela suppose que les banques soient disposées à acheter ces emprunts. Les banques centrales se doivent donc d'offrir des intérêts attrayants aux acteurs du marché. Les banques commerciales ne fourniront leurs liquidités à la banque centrale qu'en l'absence

<sup>7</sup>

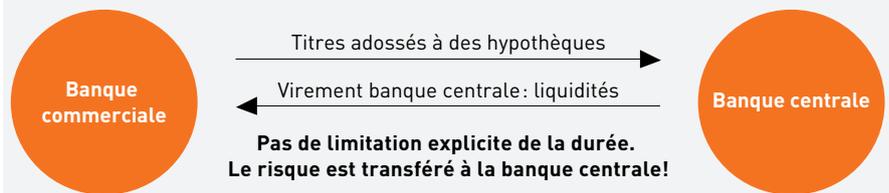
Ces opérations fonctionnent comme suit : les banques commerciales mettent de la liquidité à disposition à la BNS pour une courte durée. La BNS fournit un gage et verse un intérêt en contrepartie. La différence avec les bons de la BNS réside principalement dans l'échéance plus courte et le fait que l'opération soit sécurisée par un gage. L'effet économique des bons de la BNS et des opérations de prise en pension («reverse repo») est identique.

d'opportunités de placement plus lucratives. Le rôle des banques commerciales et de la banque centrale a donc changé. Si les banques commerciales optent pour des opportunités de placement plus intéressantes que les emprunts de banque centrale, la monnaie centrale augmente, tout comme les masses monétaires M1 à M3 (via le multiplicateur monétaire). Or ces dernières jouent un rôle important pour la stabilité des prix. Les nouveaux instruments ont donc bel et bien un coût pour les banques centrales: la perte de maîtrise partielle de la masse monétaire.

Encadré 3

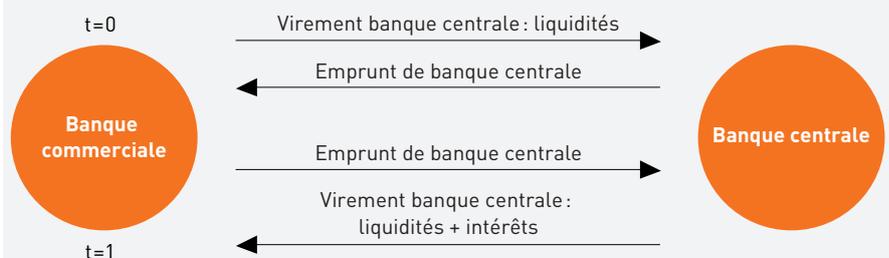
### Mécanisme des emprunts de banque centrale

Dans une opération classique de pensions de titres (cf. encadré 1, page 12), la banque commerciale fournit en nantissement des papiers-valeurs (actifs) dont elle continue à assumer le risque de dépréciation. Lors des interventions liées à la crise financière, des opérations d'un nouveau type ont eu lieu (exemple avec la Fed):



L'institut d'émission supporte ainsi l'intégralité du risque de dépréciation des papiers-valeurs.

La banque centrale émet alors elle-même des emprunts pour «neutraliser» les liquidités créées, ce qu'on peut schématiser de la manière suivante:



À noter que l'institut d'émission ne se contente pas de rembourser l'emprunt une fois à l'échéance convenue: il verse aussi un intérêt. Les liquidités s'accroissent donc à hauteur de l'intérêt versé. Autre différence subtile par rapport à une opération de pensions de titres classique: la banque centrale dépend du bon vouloir des banques: celles-ci doivent être disposées à acheter l'emprunt. En grossissant le trait, on pourrait dire qu'avant la crise, les banques centrales pilotaient la masse monétaire par le biais d'opérations de pensions de titres et que ce sont elles qui sont désormais pilotées par la masse monétaire depuis l'assouplissement quantitatif de la politique monétaire.

---

## Thèse 3

### Les banques centrales essuieraient de lourdes pertes en cas de hausse des taux

---

Les bilans des banques centrales ne fondront pas

Dans notre première thèse, nous soutenions que les banques centrales américaine et suisse n'évacueraient pas du circuit, dans un avenir proche, les liquidités créées par la politique d'assouplissement quantitatif en recourant à des mesures de resserrement quantitatif. Dans la thèse 2, nous montrions que de nouveaux instruments utilisés par les banques centrales permettent d'absorber temporairement l'excédent de liquidité mais qu'ils créent de nouveaux problèmes. Si ces deux thèses se confirment, cela signifie que les banques centrales ne sont pas près de renoncer à utiliser de nouveaux instruments et que leurs sommes de bilan demeureront importantes durablement. En d'autres termes, notre thèse 3 est que les instituts d'émission continueront à lancer de nouveaux emprunts à large échelle.

Par «politique monétaire classique», on entend le pilotage de la courbe des taux par des interventions sur les taux courts

Les instruments classiques de la politique monétaire permettraient dans tous les cas de faire face à d'éventuelles menaces sur la stabilité des prix. C'est du moins ce que communiquent les banques centrales et ce que relaient les médias. Par «politique monétaire classique», on entend le pilotage de la courbe des taux par des interventions sur les taux courts. Par ce biais, les banques centrales influencent l'offre de crédits et le climat d'investissement, mais aussi, indirectement, la demande économique globale, la masse monétaire et finalement l'évolution des prix. La Fed et la BNS ont accumulé de gros stocks d'emprunts. Seraient-elles en mesure dès lors d'enclencher sans autre la politique classique de pilotage par les taux si le risque d'inflation venait à se préciser ?

Rendement de la gestion des actifs

Examinons d'abord les effets d'une augmentation des taux d'intérêt en temps «normal», soit en l'absence d'assouplissement quantitatif de la politique monétaire. Les bénéfices que réalise une banque centrale proviennent en première ligne de ce que la masse monétaire émise (billets de banque, par exemple) ne donne pas droit à une rémunération contrairement aux actifs sous-jacents. Ce type de bénéfice est appelé «seigneurage». Que se passe-t-il lorsqu'une banque centrale relève les taux en temps normal ? Le potentiel de rendement des actifs qu'elle a acquis récemment s'accroît, ce qui améliore son bénéfice. En outre, ses actifs se déprécient, et là, l'impact sur le bénéfice est négatif. Relever les taux n'est donc pas une opération problématique pour une banque centrale. À long terme, des taux élevés augmentent même le seigneurage. À ce bénéfice réalisé sur l'émission de masse monétaire s'ajoutent les gains ou pertes résultant de la gestion des actifs, les corrections de valeur sur les réserves d'or et de devises et les charges opérationnelles de la banque centrale [Baltensperger et Jordan, 1998].

La rémunération des emprunts de banque centrale dépend du marché

L'impact d'un relèvement des taux est différent lorsqu'une banque centrale a pratiqué une politique d'assouplissement quantitatif et que son bilan a gonflé. L'institut d'émission est alors lui-même touché par la hausse des taux, car il a émis des emprunts sur lesquels il doit s'acquitter d'intérêts plus élevés. Pour ne pas faire de pertes, la banque centrale est contrainte de réaliser sur les actifs qu'elle a acquis dans le cadre de l'assouplissement quantitatif de sa politique monétaire un rendement au moins équivalent aux intérêts qu'elle verse sur ses emprunts. Dans le cas de la Fed, cela semble impossible vu la nature des actifs qu'elle a accumulés dans son bilan (titres hypothécaires principalement). Qu'en est-il à la BNS ?

La BNS risque de lourdes pertes en cas de hausse des taux

Livrons-nous à un petit calcul. En septembre 2010, la BNS avait émis des titres de créance propres totalisant 105 milliards de francs dans son bilan<sup>8</sup>. Le taux d'inté-

<sup>8</sup> Cf. Bulletin mensuel de statistiques économiques de la BNS, octobre 2010

rêt actuel se situe entre 0,1 % et 0,2 % environ selon l'échéance ; il est encore plus bas sur les emprunts à très court terme. La BNS verse donc quelque 210 millions de francs par an aux banques à titre d'intérêts. L'effet qu'aurait un relèvement des taux pour l'institut d'émission est facile à déterminer. Si le taux d'intérêt passait à 2% – ce qui correspond en gros à la moyenne des dix dernières années, la BNS devrait verser 2,1 milliards de francs d'intérêts aux banques, soit dix fois plus. Une solution pour financer cette somme serait d'actionner la planche à billets. Si elle veut l'éviter (ce qui contredit notre thèse 2), elle devrait réaliser un rendement d'au moins 2,1 milliards de francs sur les stocks de devises constitués récemment. La somme en jeu est donc tout à fait significative. À titre de comparaison, la Confédération et les cantons participent aux bénéfices de la BNS à hauteur de 2,5 milliards de francs par an environ.

**Les décisions sur les taux influencent les attentes à l'égard de la conjoncture, la croissance à long terme ou l'inflation, qui ont eux-mêmes un impact sur le taux de change**

Nous avons négligé jusqu'ici l'effet d'un relèvement des taux sur une autre variable : le taux de change. Ce dernier dépend non pas du niveau des taux d'intérêt, mais du différentiel de taux entre les deux zones économiques concernées. Ainsi, si la BCE et la BNS augmentaient ou réduisaient simultanément leurs taux, cela n'aurait pas d'incidence sur le taux de change CHF/EUR en théorie. Si la BNS relevait ses taux indépendamment de la BCE, le différentiel de taux avec la zone euro se réduirait et les emprunts suisses deviendraient plus attractifs auprès des investisseurs suisses et étrangers. Le franc s'apprécierait donc ceteris paribus. Les décisions sur les taux influencent encore d'autres facteurs, tels que les attentes à l'égard de la conjoncture, la croissance à long terme ou l'inflation, qui ont eux-mêmes un impact sur le taux de change. Une étude empirique menée en Suisse montre qu'un relèvement autonome des taux conduirait à une appréciation substantielle du franc (Lenz et Savioz, 2009). Cela provoquerait aussi des pertes comptables pour la Banque nationale. Tant que ses stocks de devises seront importants, la BNS renoncera autant que possible à augmenter ses taux abruptement. Il ne faut donc pas s'attendre à ce qu'ils grimpent à 4% ou 5% jusqu'à nouvel ordre, même si un risque d'inflation importante devait se préciser. La BCE provoquerait également une appréciation de sa monnaie (par rapport au dollar) si elle décidait de relever ses taux de manière autonome. Les pertes comptables pèseraient moins lourd que dans le cas de BNS, car ses stocks de monnaies étrangères sont plus modestes. Mais l'appréciation de l'euro nuirait à la conjoncture.

**Les banques centrales se nuiraient à elles-mêmes en relevant les taux**

Les banques centrales pourraient-elles être tentées de renoncer à des hausses de taux pour s'éviter des pertes supplémentaires ? L'objectif primordial des banques centrales, et de la BNS en particulier, est, certes, de maintenir la stabilité des prix. Mais les intérêts que les banques centrales doivent servir sur leurs nouveaux titres de créance et les stocks de devises élevés qu'elles ont accumulés durant la crise entravent leur capacité à conduire la politique monétaire en toute indépendance. Cette situation est sans précédent : pour la première fois dans l'histoire, les banques centrales se nuiraient à elles-mêmes si elles relevaient les taux. L'avenir dira comment les instituts d'émission géreront ce dilemme.

**Figure 8**  
Les banques centrales essuieraient des pertes si elles relevaient les taux d'intérêt.

**Impact d'un relèvement des taux sans resserrement quantitatif**

	Fed	BNS	BCE
<b>Effet sur le bilan d'un relèvement de taux</b>	Perte, car les titres immobiliers se déprécieraient encore.	Perte, car le franc s'apprécierait encore.	Perte, car les obligations d'État se déprécieraient (mais impact assez limité).

Valable pour tous: le service de la dette sur les titres de créance propres renchéirait en cas de relèvement des taux (effet relativement limité dans le cas de la BCE)

---

## Thèse 4

### De fortes hausses des taux sont exclues du fait du niveau record de l'endettement

---

Les hausses de taux inhibent la conjoncture...

Les banques centrales se nuiraient à elles-mêmes en relevant les taux; de plus, elles s'exposeraient à une forte pression politique. Car même en temps normal, une hausse des taux inhibe la consommation, les investissements et donc la conjoncture.

...et renchérissent le service de la dette des États fiscaux

Les banques centrales se heurteront à de fortes résistances politiques si elles tentent d'imposer des augmentations de taux. En effet, de nombreux États sont hyper-endettés en Europe et dans les pays occidentaux en général, mais ce n'est heureusement pas le cas de la Suisse. Le FMI prédit que la dette totale des États-Unis aura dépassé le produit intérieur brut en 2014. Dans ce contexte, et bien qu'indépendants sur le papier, les gardiens de la monnaie subiront une très forte pression politique visant à les dissuader de relever les taux. Car des interventions de ce type renchériraient massivement le service de la dette des États concernés et aggraveraient encore leur endettement. La confiance en la solvabilité de ces États se détériorerait; le marché exigerait d'eux des intérêts plus élevés; le service de la dette s'alourdirait encore. La spirale de l'endettement prendrait son essor. Les banques centrales n'ont aucun intérêt à ce que cette dynamique s'installe.

**Une hausse des taux d'un point coûterait jusqu'à 70 milliards d'euros par an aux pays de l'UE**

Illustrons cette réflexion en prenant l'Union européenne comme modèle. La dette totale des pays de la zone euro se monte à 7 billions d'euros à l'heure actuelle. Un relèvement des taux d'un point alourdirait le service de la dette de 70 milliards d'euros à long terme ceteris paribus. L'augmentation serait moins marquée à court et moyen terme car l'échéance des titres de créance étatiques est souvent longue (jusqu'à trente ans). Sur leurs emprunts en cours, les États continuent à payer les mêmes intérêts jusqu'à l'échéance, en dépit de la hausse des taux. La plupart des obligations d'État ont toutefois une échéance fixée à un, deux, cinq ou dix ans. Selon le chef économiste de la Banque centrale européenne, environ la moitié des titres de créance étatiques dans la zone euro devront être renouvelés – et refinancés – à court ou moyen terme. Avec pour conséquence que «chaque point (de hausse de taux) alourdira la charge d'intérêts de 25 à 30 milliards d'euros environ»<sup>9</sup>.

L'endettement privé est problématique également

Les États fiscaux ont vécu au-dessus de leurs moyens mais l'endettement privé atteint des records également dans de nombreux États. Les pays où l'endettement privé est important sont plus exposés au risque d'une multiplication des cas d'insolvabilité et de faillite personnelle et d'entreprises en cas de relèvement des taux. Ce type de situation peut enclencher des réactions en chaîne imprévisibles aux conséquences très néfastes pour l'économie dans son ensemble.

Le système bancaire n'a pas encore recouvré sa stabilité

Enfin, le système bancaire n'a pas encore recouvré sa stabilité. Un relèvement des taux plongerait de nombreuses banques dans de sérieuses difficultés en Europe et aux États-Unis. Cela pourrait à nouveau conduire le système bancaire à la limite de ce qu'il peut supporter ou même au-delà. Les banques centrales attendront donc avant de relever les taux par égard pour les banques fragilisées.

---

<sup>9</sup>

Traduit librement depuis l'allemand. Cf. «EZB-Chefvolkswirt warnt vor Stagflation in Europa», Capital 05/10 du 22 avril 2010

**Les banques centrales sous énorme pression politique**

Les banques centrales qui tenteront de repasser en «mode normal» dans la conduite de leur politique monétaire se heurteront à des pressions politiques. Resserrer les rênes de la politique monétaire constitue toujours un risque pour la conjoncture, même en temps normal. Le fort endettement des États comme du secteur privé réduit encore la marge de manœuvre des gardiens de la monnaie, et ce de façon substantielle. Dès lors, il semble improbable que l'on assiste à un relèvement important des taux ces prochaines années, spécialement aux États-Unis et en Europe.

---

## Thèse 5

### La réputation des banques centrales mise à mal

---

**La croyance en la stabilité des prix: un phénomène récent**

La foi en la stabilité des prix ancrée dans la conscience de l'homo economicus constitue un phénomène relativement récent. Ce n'est que dans les vingt à trente dernières années que les banques centrales ont acquis la réputation de pouvoir – et de vouloir – défendre la stabilité des prix. Jusque dans les années 1980, de nombreux pays industrialisés affichaient des taux d'inflation de l'ordre de 5% à 10%. Il revient à Paul Volker, patron de la Réserve fédérale des États-Unis à l'époque, d'avoir axé la politique monétaire sur la lutte contre l'inflation, au prix d'une sévère récession. La Suisse a connu une situation similaire au début des années 1980 et 1990, lorsque la BNS a entrepris de maîtriser l'inflation par le bais d'importantes hausses des taux, engendrant également des coûts économiques énormes.

**Les dernières mesures prises par les banques centrales mettent leur réputation en jeu**

Les dernières mesures prises par les banques centrales mettent leur réputation en jeu:

- La Fed a donné le ton en multipliant les interventions et le marché doit encore faire l'objet de nouvelles injections massives de liquidités. Le thème de l'inflation ne joue plus qu'un rôle secondaire dans la communication de la Fed qui essaie d'utiliser sa politique monétaire pour résoudre les problèmes structurels de l'économie américaine.
- La Banque centrale européenne semble de plus en plus assujettie au pouvoir politique. Son indépendance et sa crédibilité ont été sérieusement remises en cause à la suite de ses interventions sur le marché des emprunts gouvernementaux. Les déclarations contradictoires de ses dirigeants contribuent à ébranler la confiance dans cette institution.
- La Banque nationale suisse s'est retrouvée sous le feu de la critique suite à ses achats de devises destinés à soutenir l'euro. Elle a renié sa propre doctrine des taux de change flexibles et provoqué une concentration des risques par une accumulation sans précédent de réserves de devises. Ces interventions fort coûteuses sur le marché des changes n'ont pas eu l'effet escompté et ont entaché la réputation de la BNS.

**Augmentation massive des risques pour les institutions d'émission**

Les politiques appliquées par les banques centrales leur font prendre des risques considérables. Si les événements tournent mal, leur réputation pourrait en souffrir. Le gonflement substantiel du bilan des banques centrales (de la Fed en particulier, mais aussi de la BNS) représente un signe tangible du risque encouru. Les deux instituts ont enregistré une forte progression de leur ratio d'endettement (rapport entre fonds propres et actifs) depuis le déclenchement de la crise. De mauvais esprits prétendent que les banques centrales se comportent comme des

fonds alternatifs: elles empruntent de l'argent à des taux extrêmement bas et le replacent dans des instruments attrayants. S'agissant de la BNS, le parallèle avec les opérations de portage («carry trades») est frappant. Celles-ci consistaient avant la crise à emprunter des francs suisses à taux faible pour les placer dans des actifs à rendement plus élevé, principalement en Europe de l'Est. Là s'arrête l'analogie, car contrairement aux fonds alternatifs, les banques centrales ne peuvent pas liquider leurs positions à court terme. D'abord parce que les fonds investis sont trop importants, et ensuite parce qu'une liquidation rapide des positions pourrait engendrer des pertes importantes (cf. thèse 3, pages 24 et 25). Les banques centrales se sont donc mises dans une situation inconfortable comportant un risque de pertes élevé.

**Une banque centrale n'est pas un véhicule de placement bon marché**

Les instituts d'émission n'ont donc pas inventé un instrument de financement pour temps de crise gratuit s'appuyant sur des ressources illimitées. Cela contredirait d'ailleurs les principes découlant de la théorie des banques centrales. Les tentatives d'utiliser les banques centrales pour financer certaines tâches de l'État se sont toujours soldées par de fortes tensions inflationnistes, voire par des crises monétaires ou économiques.

**Une pression politique et économique considérable**

Même si le fait de sortir d'une politique monétaire ultra-accommodante ne devrait pas poser de problème technique particulier, on peut tout de même se demander, au vu des thèses exposées ci-devant, si les pressions politiques et économiques exercées sur les banques centrales ne sont pas excessives.

**Conclusion intermédiaire des cinq premières thèses: Malgré la mise en œuvre de politiques différentes, la BNS, la Fed et la BCE sont confrontées à de sérieux problèmes.**

**Les banques centrales diversement touchées par les problèmes actuels**

Sur la base des cinq premières thèses, il apparaît que les banques centrales ne sont pas confrontées dans la même mesure aux divers problèmes évoqués. La Suisse est par exemple peu touchée par la problématique de la dette publique. Le tableau ci-après illustre le degré de gravité des problèmes auxquels les trois banques centrales doivent faire face.

**Figure 9**

Les banques centrales ne sont pas toutes confrontées aux mêmes difficultés.

**Sensibilité des banques centrales aux problèmes évoqués**

	Fed	BNS	BCE
Thèse 1: Impossibilité de contrecarrer les effets de l'assouplissement quantitatif	+++	++	+
Thèse 2: Les nouveaux instruments ne résolvent pas le problème de fond	++	++	+
Thèse 3: Les banques centrales essuieraient de lourdes pertes en cas de hausse des taux	++	++	+
Thèse 4: De fortes hausses des taux sont exclues du fait du niveau record de l'endettement	+++		+++
Thèse 5: La réputation des banques centrales mise à mal	++	+	++

Même si les banques centrales évoluent dans des contextes différents, une conséquence demeure la même pour toutes: la sortie de la politique monétaire ultra-accommodante n'est pas pour demain!

---

## Thèse 6

### Les liquidités errantes alimentent les bulles de prix

---

L'argent trop bon marché crée des distorsions économiques

L'argent est actuellement un bien quasi gratuit. Les expériences réalisées au cours des dernières décennies font craindre qu'une politique d'argent trop bon marché crée des distorsions économiques susceptibles d'influencer négativement le niveau de vie à moyen et long termes. De telles perspectives ne sont-elles pas réalistes à l'heure de la sous-utilisation du potentiel économique ?

Des liquidités «errantes»

Les conséquences d'une politique monétaire ultra-expansive à l'échelle planétaire sont extrêmement difficiles à prévoir. Les motifs de cette incertitude résident dans les caractéristiques mêmes de la monnaie, qui peut être transférée de l'autre côté du globe en une fraction de seconde. Il n'est donc pas possible de restreindre l'analyse des conséquences de la politique de la Fed au seul territoire des États-Unis ou l'évaluation de la politique de la BCE à la zone euro. Tels les papillons attirés par la lumière, les liquidités recherchent les meilleures possibilités d'investissement, et ce dans le monde entier. La monnaie erre, vagabonde, et les problèmes surgissent de toutes parts. Quels sont-ils ? L'errance monétaire a les effets suivants :

**Des facteurs globaux jouent un rôle toujours plus important dans la détermination du processus d'inflation en Suisse**

#### **Bulle des matières premières**

Les facteurs globaux jouent un rôle toujours plus important dans la détermination du processus d'inflation (Melick et Galati, 2006). Cet effet est particulièrement marqué en Suisse (Byrne, Kaneez et Kontonikas, 2010). Sur la base d'études empiriques, nous savons que la pression inflationniste créée par l'excédent global de liquidités déborde les premières étapes de la chaîne de création de valeur pour atteindre notamment les prix des matières premières. La politique monétaire ultra-accommodante des banques centrales favorise la formation d'une bulle des matières premières. Si l'or a déjà atteint des niveaux stratosphériques, les métaux, le pétrole et les matières premières alimentaires sont également dans le collimateur des investisseurs et feront l'objet d'une demande encore plus soutenue si la reprise de l'économie mondiale se confirme. Le renchérissement des matières premières entraîne celui des biens de consommation (Belke, Bordon et Hendricks, 2010).

Les prix à l'importation augmentent aux États-Unis

#### **Hausse des prix à l'importation**

L'analyse comparative de l'évolution des prix à l'importation par rapport à l'indice des prix à la consommation global aux États-Unis, en Allemagne et en Suisse révèle que jusqu'en 2007, l'augmentation des prix à l'importation a en moyenne été inférieure à celle de l'inflation globale dans ces trois pays. Dans le cas de la Suisse, l'écart s'élève en moyenne à 0,2 point de pourcentage par trimestre. Cette évolution a freiné le renchérissement des prix, ce qui comportait certains avantages pour la politique monétaire. Une inversion de tendance semble se dessiner actuellement. Cela tient notamment à l'évolution des taux de change et à la transmission des prix des intermédiaires aux consommateurs. À l'avenir, les importations ne joueront plus le rôle de modérateur des prix, bien au contraire : aux États-Unis, la hausse des prix des importations sera supérieure à l'inflation globale dont on peut s'attendre à ce qu'elle demeure stable à un bas niveau en raison de la sous-utilisation des capacités de production dans de nombreux secteurs.

Énorme bulle potentielle

#### **Bulle des véhicules d'investissement**

La théorie et les observations empiriques montrent toutefois que la politique monétaire peut avoir une grande influence sur les prix des actifs d'investissement. La politique relativement souple de la Fed au début du nouveau millénaire a contribué à la formation de la bulle immobilière aux États-Unis, comme ce fut d'ailleurs

Risque de turbulences sur les marchés des changes

Les pays émergents qui connaissent une croissance rapide sont particulièrement exposés au risque de bulle

Les capacités ne sont pas encore épuisées

le cas en Suisse dans les années 1980. Outre les valeurs immobilières, les titres (actions, emprunts, etc.) peuvent également donner naissance à des bulles spéculatives. Le problème des bulles d'actifs est que leur éclatement provoque un ajustement rapide des prix avec des conséquences négatives pour l'ensemble de l'économie.

#### Bulle monétaire

Les liquidités ne peuvent errer de pays à pays que si elles sont converties d'une monnaie dans une autre. Une augmentation de la demande d'une monnaie influence les taux de change. Les opérations d'arbitrage sur les taux d'intérêt entre différentes monnaies («carry trades») peuvent contribuer à la formation d'une bulle monétaire. Le fait d'emprunter des capitaux dans une monnaie ayant tendance à se déprécier pour les placer dans une monnaie en configuration haussière offre des perspectives de rendement intéressantes en période de faibles taux d'intérêt, mais il renforce également le risque de turbulences monétaires.

#### Bulle des pays émergents

De nombreux signes indiquent que les pays en développement – qui connaissent une croissance rapide – sont particulièrement exposés (les pays BRIC, soit le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine, par exemple) au risque de bulle. Ces pays semblent avoir relativement bien surmonté la crise et présentent un attrait particulier pour les investisseurs, ce qui se traduit par un afflux de liquidités. Une bulle est déjà en formation dans le secteur immobilier en Chine et le Brésil connaît une activité d'investissement d'une ampleur inédite. Reste à savoir comment les investisseurs – et avant tout les banques centrales concernées – réagiront à cette évolution. Étant donné que les investissements dans les pays BRIC sont plus attrayants que ceux réalisés dans les pays industrialisés, cette nouvelle donne provoque de gigantesques mouvements de capitaux à l'échelle planétaire.

Quand et où la prochaine bulle éclatera-t-elle? L'avenir le dira... Compte tenu de l'importance actuelle des stimuli de politique monétaire, il est fort probable que l'on assiste à l'éclosion de gigantesques bulles dotées d'un énorme potentiel de nuisance.

---

## Thèse 7

### L'inflation demeure pour l'instant sous contrôle

---

L'inflation et les bulles de prix d'actifs ne font guère la une des médias, qui s'inquiètent plutôt d'une dégringolade déflationniste. Dès lors, faut-il plutôt craindre l'inflation ou la déflation?

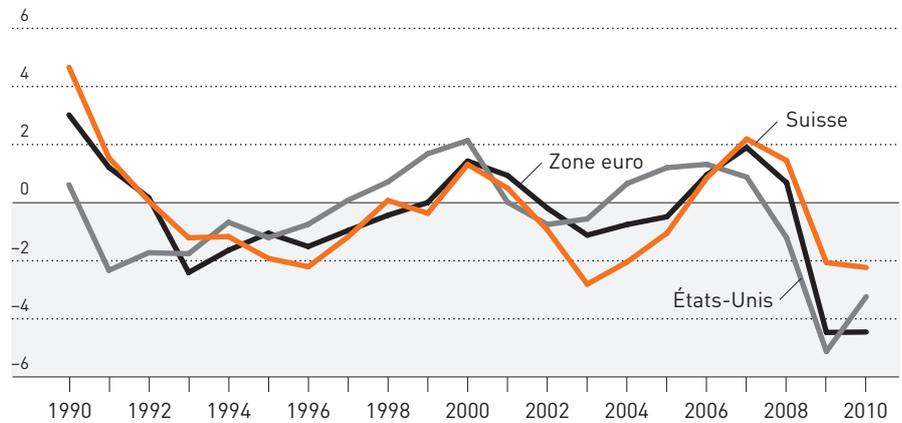
Si l'on retient la thèse de Milton Friedman affirmant que l'inflation est d'origine monétaire, une politique monétaire ultra-accommodante devrait tôt ou tard générer des taux d'inflation élevés. Il se trouve que les données actuelles ne sont pas de nature à raviver le spectre de l'inflation. Le vide statistique entre le potentiel de production et la prestation économique effective reste très grand, notamment aux États-Unis et au sein de l'UE (cf. figure 10, page 31). Actuellement, les capacités ne sont de loin pas épuisées. L'économie peut donc produire davantage de biens et de services sans atteindre les limites de ses capacités. Traditionnellement, les prix montent lorsque les capacités productives de l'économie ne sont plus en mesure de répondre à l'augmentation de la demande. Ce n'est – et de loin – pas le cas et il s'écoulera encore quelque temps avant que les prix ne reprennent le chemin de la hausse aux États-Unis et en Europe. Malgré le laxisme monétaire actuel, l'inflation ne donne actuellement aucun signe de reprise.

**Figure 10**

La Suisse fait bonne figure.

### Comparaison des écarts de production

Écarts relatifs en pour-cent du potentiel de production



Source: Thomson Datastream

**Une politique monétaire ultra-accommodante ne reste pas sans conséquence**

La politique monétaire ultra-expansionniste des banques centrales ne restera toutefois pas sans conséquences. Les liquidités circulent, vagabondent. Lorsque les possibilités de placement des pays industrialisés deviennent moins attrayantes, la monnaie cherche des voies alternatives: métaux, pétrole ou matières premières agricoles. Il suffit alors que la demande des pays industrialisés augmente à nouveau ou que le risque inflationniste se précise pour que les prix de ces matières premières prennent l'ascenseur.

**La politique monétaire ultra-accommodante de nombreux pays industrialisés pose également des défis gigantesques aux pays émergents**

La politique monétaire ultra-expansive de nombreux pays industrialisés pose également des défis majeurs aux pays émergents, vers lesquels affluent d'importants volumes de capitaux et dont la monnaie subit des pressions haussières. L'avenir montrera comment les banques centrales concernées réagiront à ce phénomène. Afin de freiner l'envolée de leur monnaie, d'autres pays suivront l'exemple de la Chine et achèteront des devises étrangères (dollar). Pour ne pas laisser l'inflation dérapier, ils devront émettre des emprunts et stériliser les liquidités comme la BNS et la Fed. On peut aussi s'attendre à ce que des contrôles des mouvements de capitaux soient instaurés afin d'éviter l'effondrement de l'économie nationale en cas d'accroissement de l'appréciation de la monnaie.

**Vers une guerre monétaire ?**

Dans un tel contexte, le risque d'une guerre monétaire internationale n'est pas à négliger. Chaque pays se pose en victime en affirmant que sa monnaie est surévaluée, et s'efforce de la dévaluer artificiellement via la politique monétaire. Un tel processus de dévaluation renforcerait le problème de l'excédent monétaire.

**La faible inflation n'aide pas à sortir d'une politique accommodante**

Un scénario probable pourrait être le suivant: malgré le bas niveau des taux d'intérêt, les pays ayant connu une bulle immobilière ne connaîtront pas de hausse sensible des taux avant un certain temps. La sous-utilisation marquée du potentiel économique, les adaptations structurelles nécessaires et les taux de chômage élevés freinent la croissance conjoncturelle. On ne saurait donc parler d'inflation par la demande. Les liquidités excédentaires affluent dans les pays qui n'ont pas subi de bulle immobilière et présentent des perspectives économiques plus favorables, ce qui est le cas des pays émergents, mais aussi d'autres économies comme la Corée, la Suisse ou l'Allemagne qui demeurent attractives pour les investissements. Les transferts massifs de capitaux ont deux effets. Ils entraînent des risques de surchauffe et donc d'inflation dans les pays d'accueil des capitaux, et ils induisent une surévaluation des monnaies concernées. Ces deux facteurs renchérissent les prix à l'importation dans les pays qui affichent un faible taux

d'utilisation des capacités de production. Les seules exceptions à cette règle sont les pays de la zone euro qui ne disposent pas de leur propre monnaie. Alors que les prix à l'importation baissent et font pression sur l'inflation générale dans des pays comme la Suisse, d'autres pays (à l'image des États-Unis) connaissent une hausse des prix à l'importation qui compense en partie les tendances déflationnistes. À noter que l'effet des prix à l'importation sur le niveau général des prix est nettement plus marqué en Suisse. Dans des pays comme les États-Unis qui pratiquent une politique monétaire ultra-accommodante, seule une augmentation vertigineuse des prix des matières premières pourrait provoquer à court terme une accélération notable de l'inflation. Sinon, le taux de renchérissement ne reflétera pas la politique monétaire de ces deux dernières années – du moins dans un premier temps. Les faibles taux d'inflation actuels et les prévisions en la matière modérées compliqueront encore la tâche des instituts d'émission désireux de sortir d'une politique monétaire ultra-accommodante.

---

## Thèse 8

### Une politique monétaire ultra-accommodante génère l'inflation

---

#### L'inflation, phénomène non monétaire ?

Milton Friedman a-t-il fait fausse route avec sa théorie ? Une politique monétaire extrêmement permissive n'engendre-t-elle pas automatiquement une poussée inflationniste ? Et le mécanisme de transfert classique – politique monétaire expansive, utilisation accrue du potentiel économique, hausse des salaires, augmentation des prix – s'est-il enrayé sous l'effet conjugué de la libéralisation à tout crin des marchés financiers et de la mondialisation des flux de marchandises ?

#### La BNS ne peut éluder les problèmes de la Fed et de la BCE

Résumons :

1. Les États-Unis renonceront à court terme à resserrer les rênes de leur politique monétaire. En effet, l'alourdissement du service de la dette pèserait trop fortement sur l'endettement de l'État et la Fed subirait des pertes trop importantes sur les titres immobiliers. Étant donné que les prévisions en matière d'inflation restent contenues, un abandon de la politique monétaire ultra-accommodante semblerait peu adéquat. La liquidité du dollar restera donc abondante.
2. La BCE renonce à augmenter ses taux d'intérêt. Une hausse sensible des taux serait difficilement supportable pour des États confrontés à un service de la dette écrasant et qui seraient alors menacés d'insolvabilité. L'UE et la BCE, ainsi que l'euro en tant que monnaie, ne peuvent se permettre d'affronter à court terme une seconde crise grecque. La liquidité de l'euro restera donc élevée.
3. Un relèvement spontané des taux de la part de la BNS (ou toute modification de l'écart de rendement par rapport aux États-Unis ou à l'UE) exercerait une forte pression haussière sur le franc, avec toutes les conséquences économiques que cela suppose pour la Suisse. Une nouvelle réévaluation serait préjudiciable à notre industrie d'exportation. La BNS subirait en outre des pertes de change sur ses réserves de devises. La Suisse ne dispose donc d'aucune marge de manœuvre et la liquidité du franc restera elle aussi abondante.

#### Prolongation induite de la politique monétaire ultra-accommodante

Les banques centrales des principales destinations d'exportation de la Suisse – les États-Unis et l'Union européenne – ne vont pas abandonner de sitôt leur politique monétaire hyper-laxiste en raison des risques encourus. Pour la BNS, il sera donc très difficile de relever ses taux de façon autonome sans soumettre

le franc à de fortes pressions haussières. Une telle évolution aurait une incidence franchement négative sur l'industrie d'exportation et sur la conjoncture. Il est donc pratiquement acquis que les banques centrales maintiendront leur politique monétaire prodigue même si les prévisions en matière d'inflation laissent augurer une tension des taux d'intérêt. En d'autres termes, les instituts d'émission pourraient rater le moment opportun pour sortir de leur politique monétaire ultra-accommodante.

#### Déflation ou inflation ?

«À long terme nous serons tous morts!» : c'est ainsi que John Maynard Keynes avouait son scepticisme quant à la capacité d'utiliser la relation à long terme entre la masse monétaire et l'inflation pour résoudre les problèmes actuels. Reste que le long terme finira bien par arriver. Tous ne seront pas forcément morts, et ceux qui resteront seront occupés à réparer les méfaits de la politique monétaire mondiale actuelle. À long terme, les disparités nationales devraient s'atténuer. Au lieu d'une «dé-inflation» (déflation importée assortie d'une tendance inflationniste des autres biens) ou d'une «in-déflation» (inflation importée accompagnée d'une tendance déflationniste des autres biens), deux scénarios au demeurant antagonistes semblent se profiler : déflation ou inflation.

#### L'éclatement d'une bulle des prix d'actifs aurait des conséquences néfastes

Le scénario déflationniste : nous avons évoqué l'existence d'une énorme bulle potentielle. L'évolution tumultueuse des pays émergents peut induire des développements non contrôlés. L'éclatement d'une bulle aurait des répercussions considérables sur l'économie planétaire et pourrait provoquer une déflation mondiale.

#### La reprise de l'économie mondiale, un vecteur d'inflation à court terme

Le scénario inflationniste : le scénario opposé n'est pas moins redoutable. Les vingt dernières années ont été caractérisées par une inflation très modérée dans les pays industrialisés. Il est donc possible que de nombreux acteurs économiques se bercent d'un faux sentiment de sécurité et ne considèrent plus l'inflation comme un réel danger. La loi incontournable de l'économie selon laquelle toute augmentation de la masse monétaire influence le niveau des prix conserve toute sa pertinence. Il n'est pourtant pas certain que les États-Unis engagent les réformes structurelles nécessaires et que l'économie mondiale se reprenne. L'excédent monétaire global peut provoquer une résurgence de l'inflation mondiale même en cas de sous-utilisation des capacités si les sujets économiques ne sont plus convaincus de la capacité des banques centrales à maîtriser dans le futur les processus inflationnistes.

#### Les acteurs de l'économie adaptent leurs prévisions d'inflation beaucoup plus rapidement que dans les années 1970 et 1980

Les acteurs de l'économie adaptent leurs prévisions d'inflation beaucoup plus rapidement qu'il y a une trentaine d'années. Le processus de renchérissement peut ainsi se développer avec une célérité accrue. En conséquence, les investisseurs veulent que les pertes dues à l'inflation soient compensées par des intérêts plus rémunérateurs. La capacité et la volonté des banques centrales de veiller à la stabilité des prix est mise en doute, ce qui nuit à leur réputation et alimente les craintes inflationnistes. Le résultat est une anticipation permanente de taux d'inflation élevés. L'augmentation des prix des matières premières contribue à la flambée des prix, et la spirale prix-salaires – pas en vue actuellement – favorise non seulement une hausse des prix, mais aussi une persistance de l'inflation à un niveau élevé.

#### La résorption de l'excédent de liquidités a un coût

De nombreux arguments plaident malheureusement en faveur de ce scénario inflationniste. Un resserrement de la politique monétaire des banques centrales destiné à favoriser le retour à la stabilité des prix ferait basculer le monde entier dans la récession. Les interventions destinées à éponger l'excédent colossal de liquidités se révéleront fort coûteuses. Plus l'attente est longue, plus les conséquences seront sérieuses pour l'économie mondiale.

« C'est probablement vrai à long terme. Mais le long terme est un mauvais guide pour les affaires courantes. À long terme nous serons tous morts. »

John Maynard Keynes (1923) : « La réforme monétaire »

# 4 Conclusion

Scénario le plus probable: une inflation mondiale

Huit thèses et leurs conséquences ont été présentées dans le présent document. Si nos thèses se révèlent fondées, les banques centrales poursuivront leur politique monétaire ultra-expansionniste trop longtemps et ne modifieront pas leur stratégie au moment opportun. Tôt ou tard, les excès de liquidités qui en résulteront à l'échelle mondiale induiront une inflation mondiale.

**Dans la mesure où la BNS est la banque centrale d'une petite économie ouverte, ses décisions dépendent fortement de celles d'autres banques centrales**

Les explications fournies ont montré que des limites étroites sont fixées à la politique monétaire helvétique, principalement par les liens de dépendance tissés entre la Suisse et des partenaires économiques dans le domaine de l'économie extérieure. Dans la mesure où la BNS est la banque centrale d'une petite économie ouverte, ses décisions dépendent fortement de celles d'autres banques centrales. Elle se trouvera dans l'embarras si les États-Unis et la BCE poursuivent une politique monétaire expansionniste. D'un côté, elle souhaite garantir la stabilité des prix, d'un autre, une politique restrictive renforcerait encore plus le franc suisse, ce qui pèserait sur les entreprises exportatrices. La BNS et la Suisse se trouvent dans une situation difficile.

Inflation et formation d'une bulle d'actifs: risque accru en Suisse

Par rapport à d'autres pays, la Suisse a très bien maîtrisé la crise. Si nos thèses sont correctes, le recours aux nouveaux instruments, surtout les emprunts de banques centrales, atténueront certes les conséquences négatives d'une politique monétaire ultra-expansionniste, mais ne les éviteront pas. En raison du risque de réévaluation des devises, provoqué par un renforcement autonome de la politique monétaire, le risque d'inflation et de création d'une bulle s'accroît pour la Suisse aussi. Des signes sont déjà visibles sur le marché immobilier de certaines régions.

Il faut éviter l'érosion de la politique d'octroi des crédits

Le faible niveau des taux d'intérêt ne doit pas inciter les acteurs du marché à se montrer imprudents lors de l'octroi de crédits. Les créanciers doivent continuer d'examiner minutieusement la solvabilité des emprunteurs.

Les bénéfices distribués par la BNS diminueront

Enfin, il faut s'attendre à une intensification de la pression politique sur les banques centrales. En Suisse, on peut partir du principe que les bénéfices distribués à la Confédération et aux cantons ne seront plus aussi élevés que ces dernières années. Ces ressources feront défaut dans les caisses de l'État. À cela s'ajoute la pression exercée sur le franc suisse qui incitera certains acteurs politiques à réclamer un renforcement du contrôle des cours de change.

Il est crucial que la BNS conserve son indépendance

À une époque où la politique monétaire est confrontée à des défis majeurs, il est d'autant plus important de veiller sur l'indépendance de la Banque nationale, un principe qui est ancré dans la Constitution. La politique monétaire sera un exercice d'équilibre extrêmement périlleux ces prochaines années, également sans l'ingérence de la classe politique.

## Pour plus d'informations

rudolf.minsch@economiesuisse.ch

fabian.schnell@economiesuisse.ch

# Bibliographie

Baltensperger, E. et Jordan, Th. (1998). Seigniorage und Notenbankgewinn. Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, 4/1998. pp. 42–50

Belke, A., Bordon, I. et Hendricks, T. (2010). Monetary Policy, Global Liquidity and Commodity Price Dynamics. Ruhr Economic Papers n° 167

Byrne, J. Kaneez, F. et Kontonikas, A. (2010). Inflation and Globalisation: A Dynamic Factor Model with Stochastic Volatility. University de Glasgow, département d'économie

Eisenring, Ch. (2010). Langer Weg zurück zur Normalität. Dans: Neue Zürcher Zeitung du 18.2.2010. p. 40

Banque centrale européenne (2010). Weekly financial statements, 6th October 2010. Frankfurt a. M.: Auteur.

Freixas X., Giannini C., Hoggarth G. et Soussa F. (1999). Lender of last Resort; a review of literature. Financial Stability Review: November 1999. pp. 151–167

Kaiser, A. (2010). Geldhüter schleichen zum Ausweg. Dans: Manager Magazin vom 8.4.2010

Lenz, C. et Savioz, M. (2009). Monetary determinants of the Swiss franc. Swiss National Bank Working Papers n° 2009-16

Melick, W. et Galati, G. (2006). The evolving inflation process: an overview. BIS Working Papers n° 196

Minsch, R. et Schnell, F. (2010). Le cours de change du franc : une menace pour la Suisse?, dossierpolitique n° 8, Genève : economiesuisse

Officer, L.H. et Williamson, S. H. (2009), Annual Inflation Rates in the United States, 1775–2008, and United Kingdom, 1265–2008, Chicago : MeasuringWorth

Ranaldo, A. et Söderlind, P. (2007). Safe haven currencies. Swiss National Bank Working Papers n° 2007-17

economiesuisse  
Fédération des entreprises suisses  
Carrefour de Rive 1  
Case postale 3684  
CH-1211 Genève 3

economiesuisse  
Verband der Schweizer Unternehmen  
Hegibachstrasse 47  
Postfach  
CH-8032 Zürich

economiesuisse  
Verband der Schweizer Unternehmen  
Spitalgasse 4  
Postfach  
CH-3001 Bern

economiesuisse  
Federazione delle imprese svizzere  
Corso Elvezia 16  
Casella postale 5563  
CH-6901 Lugano

economiesuisse  
Swiss Business Federation  
Avenue de Cortenbergh 168  
B-1000 Bruxelles

[www.economiesuisse.ch](http://www.economiesuisse.ch)