

Masse monétaire et prix

Circulation de l'argent

Nous étudions ici le rapport entre la masse monétaire et l'évolution des prix. Dans le **chapitre 1**, nous expliquons les notions d'économie monétaire et d'économie de troc ainsi que celles de masse monétaire et de pouvoir d'achat. Puis nous établissons le rapport entre le pouvoir d'achat de l'argent et le niveau des prix.

Afin de comprendre les causes déterminant les variations du pouvoir d'achat de l'argent et celles du niveau des prix, nous devons tout d'abord nous intéresser à l'offre et à la demande de monnaie. Par conséquent, nous nous penchons dans le **chapitre 2** sur la quantité de monnaie que les ménages et les entreprises souhaitent détenir. Autrement dit, nous cherchons à établir les facteurs qui influencent la demande de monnaie de la part des ménages et des entreprises.

Au **chapitre 3**, nous examinons comment l'offre de monnaie se forme par le processus de création monétaire. Le fonctionnement de la politique monétaire conventionnelle basée sur la gestion des taux d'intérêt, mais aussi les limites de cette politique, font l'objet du **chapitre 4**. Le **chapitre 5** présente quant à lui les instruments non conventionnels de politique monétaire, qui sont sur le devant de la scène depuis la crise financière de 2007/2008. Il décrit en outre les effets de ces instruments sur l'évolution de la masse monétaire et des prix en Suisse.

1 Notions de base

1.1 La monnaie facilite les transactions

«Avoir beaucoup d'argent» ne signifie pas toujours «être riche». En effet, quand on dit de quelqu'un qu'il est «riche», on considère l'ensemble de son patrimoine, tandis que lorsqu'on parle d'«argent», c'est-à-dire de monnaie, on n'en prend en compte que la partie monétaire (celle facilement utilisable pour effectuer des transactions). L'argent représente donc la partie la plus liquide du patrimoine.

Par transaction, on entend l'échange de biens ou de services. Les économies modernes se caractérisent par le fait que les biens et les services sont échangés non pas contre d'autres biens et services, mais contre de l'argent. La monnaie est un moyen de paiement universellement accepté qui se prête à l'échange contre des biens, des services ou des actifs financiers: elle rend donc possible les achats et les ventes au sein de l'économie.

La monnaie comprend ce que l'on appelle le numéraire (billets de banque et pièces de monnaie) et la monnaie scripturale sous forme d'avoires bancaires¹.



Illustration 1: Ben S. Bernanke, économiste américain, ancien président de la Réserve fédérale des Etats-Unis et figure-clé de la politique monétaire non conventionnelle

Quant au patrimoine, il englobe non seulement la monnaie au sens que nous venons de donner, mais aussi les actions, les obligations, les objets d'art, les bijoux, les véhicules ou la maison dont on est propriétaire. Hormis la monnaie, ces éléments du patrimoine ne servent pas de moyens de paiement au quotidien.

1.2 La monnaie doit être rare

Dans quelles conditions un objet s'impose-t-il comme monnaie? La condition première est l'acceptation générale de cet objet comme moyen de paiement au sein d'une économie. Et pour que cette condition soit remplie, l'objet en question doit présenter certaines caractéristiques. Premièrement, il ne doit pas être disponible en quantité illimitée, autrement dit, il doit être rare. Deuxièmement, il doit être uniforme (par exemple pièces de monnaie, coquillages ou similaires). Troisièmement, l'argent doit pouvoir être conservé, transporté et divisible. Ainsi, les coquillages, les cigarettes et les pièces d'argent conviennent mieux comme moyens de paiement que les pastèques ou les troncs d'arbres.

Lorsqu'un objet a une valeur concrète pour un groupe de personnes, on parle de «monnaie marchandise» (par exemple les coquillages ou les fourrures). Les métaux précieux ont très tôt constitué une monnaie marchandise appropriée. Ainsi, des pièces, notamment des pièces d'or et d'argent, ont été frappées et utilisées comme moyens de paiement. La frappe avait pour fonction de garantir la teneur en or ou en argent de ces pièces.

¹ Les cartes de débit (Postcard, carte Maestro, etc.), les cartes de crédit (Visa, Mastercard, etc.) et les formes de paiement mobiles ne sont pas de l'argent proprement dit, mais constituent simplement un moyen de transférer de la monnaie scripturale d'un compte à un autre.

Dans les sociétés modernes, la monnaie papier s'est imposée, comme elle l'a fait en Chine il y a environ 1 000 ans déjà. Cette forme de monnaie se caractérise par le fait que le support utilisé (par exemple le billet de banque) n'a pratiquement aucune valeur. Le prix de revient d'un billet de 100 francs est par exemple inférieur à 40 centimes. Une forme de monnaie plus abstraite est la monnaie scripturale constituée d'avoirs bancaires. Dans ce cas, la monnaie n'existe que sous la forme d'avoirs sur des comptes que les banques tiennent pour leurs clients.

Ces formes modernes de monnaie sont très pratiques. Elles ne peuvent toutefois jouer leur rôle que si les utilisateurs de la monnaie font confiance dans l'émetteur de celle-ci. Nous savons que le support de la monnaie papier n'a pratiquement aucune valeur. De plus, la monnaie papier peut être reproduite facilement. Dans les économies modernes, il appartient aux banques centrales de veiller à ce que la confiance dans la valeur à long terme de l'argent, c'est-à-dire dans le pouvoir d'achat de l'argent, soit préservée. C'est la raison pour laquelle le monopole d'émission de la monnaie est exercé par l'Etat ou, plus précisément, par la banque centrale de chaque Etat ou groupe d'Etats. En Suisse, seule la Banque nationale suisse (BNS) a le droit d'émettre des billets de banque².

Monnaie électronique³

Aux diverses formes de monnaie mentionnées jusqu'ici s'ajoute la monnaie électronique. Il s'agit d'avoirs enregistrés sur ordinateur (par exemple auprès de PayPal) ou sur une carte à puce prépayée (par exemple CASH card). La monnaie électronique est une créance sur l'émetteur, acceptée comme moyen de paiement également par d'autres agents économiques. En règle générale, la monnaie électronique sert au paiement de montants petits, voire très petits.

1.3 Masse monétaire et pouvoir d'achat

L'utilité de la monnaie dépend de son pouvoir d'achat. Avec un billet de 100 francs, on pouvait acheter beaucoup plus de biens et de services en 1950 qu'aujourd'hui. Un «billet de 100» avait donc une valeur plus élevée, son pouvoir d'achat était plus important. Lorsque le pouvoir d'achat de l'argent diminue au fil du temps, on peut acheter moins de biens et de services par unité monétaire. La perte de pouvoir d'achat est imputable à la hausse du niveau des prix. Ainsi, plus le niveau des prix est élevé, plus le pouvoir d'achat et donc la valeur de la monnaie sont faibles.

Mesure du pouvoir d'achat

Comment se mesure le pouvoir d'achat d'une unité monétaire? A l'aide d'un panier-type. Celui-ci comprend les principaux biens et services consommés par un ménage moyen (denrées alimentaires, loyer, frais de voiture et de transports publics, etc.). Le prix de ce panier-type, établi à 100 pour une année de base, sert au calcul d'un indice. Pour ce qui concerne notre pays, il s'agit de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC).

Le niveau de l'indice enregistré pour une année déterminée correspond au niveau des prix. Le pouvoir d'achat représente la partie du panier-type pouvant être achetée avec une unité monétaire.

$$\text{Pouvoir d'achat de 1 unité monétaire} = \frac{1 \text{ unité monétaire}}{\text{Prix du panier-type}}$$

Autrement dit: le pouvoir d'achat est inversement proportionnel au niveau des prix. Ainsi, plus le niveau des prix est élevé, plus le pouvoir d'achat de l'argent est faible.

Variations du pouvoir d'achat

Comment les variations du pouvoir d'achat s'expliquent-elles? Le pouvoir d'achat de l'argent repose sur l'offre et la demande de monnaie. Des décalages d'un côté ou de l'autre modifient l'équilibre et donc le pouvoir d'achat. A ce propos, il faut tenir compte du fait que l'offre est fixée par la banque centrale; c'est pourquoi la courbe de l'offre est verticale.

² Les pièces de monnaie sont frappées par Swissmint, une unité autonome de l'administration fédérale, et vendues à la Banque nationale suisse. La BNS se charge ensuite de la mise en circulation des pièces de monnaie.

³ Il s'agit ici de la monnaie électronique au sens strict. Dans certains cas, la monnaie scripturale est aussi considérée comme de la monnaie électronique, étant donné que la plupart des virements sont effectués par voie électronique.

L'illustration 2 représente les principes suivants:

- lorsque la demande de monnaie augmente (déplacement vers la droite), le pouvoir d'achat augmente;
- lorsque la demande de monnaie diminue (déplacement vers la gauche), le pouvoir d'achat diminue;
- lorsque l'offre de monnaie augmente (déplacement vers la droite), le pouvoir d'achat diminue;
- lorsque l'offre de monnaie diminue (déplacement vers la gauche), le pouvoir d'achat augmente.

Lorsque l'offre de monnaie est excessive, la monnaie perd de sa valeur.

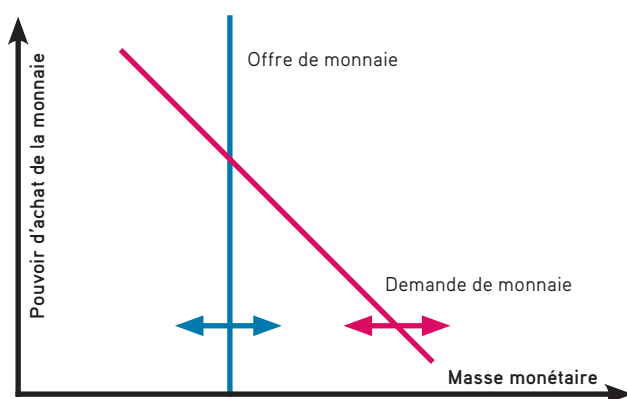


Illustration 2: Equilibre entre l'offre et la demande de monnaie

Relation entre pouvoir d'achat et niveau des prix

L'augmentation de l'offre de monnaie entraîne une baisse du pouvoir d'achat de celle-ci: le niveau des prix grimpe. Le recul de la demande de monnaie a le même effet. Une augmentation du niveau des prix ou, autrement dit, une dépréciation de la monnaie, est qualifiée d'inflation. Le terme d'inflation n'est toutefois utilisé que pour les situations de hausse constante du niveau général des prix pendant une période prolongée. Si, par exemple, seul le prix de l'essence augmente, il ne s'agit pas d'inflation. Le terme de déflation, quant à lui, est utilisé pour les situations de baisse constante du niveau général des prix pendant une période prolongée.

2 Demande de monnaie

La demande de monnaie dépend de plusieurs facteurs. Les principaux sont abordés dans le présent chapitre, où il est également question de l'évolution du besoin de numéraire au cours des dernières années.

2.1 Pouvoir d'achat de l'argent

La quantité demandée de monnaie dépend du pouvoir d'achat de celle-ci. La courbe décroissante de l'illustration 2 reflète la relation entre pouvoir d'achat et demande de monnaie: plus le pouvoir d'achat de l'argent est élevé, plus la demande de monnaie de la part du public (ménages, entreprises, collectivités publiques) est faible. Lorsque l'argent a une valeur plus élevée, c'est-à-dire un pouvoir d'achat plus important, il permet d'acheter davantage de biens et de services. Il en résulte que, au quotidien, il faut moins d'argent pour effectuer les achats courants. Inversement, plus le pouvoir d'achat est faible, plus la demande de monnaie est grande.

2.2 Transactions

Pour effectuer une transaction, il faut de l'argent. Ainsi, lorsque le nombre de transactions augmente, la demande de monnaie s'accroît en conséquence. Le produit intérieur brut (PIB) en termes réels est souvent utilisé comme indicateur du volume des transactions, car il existe une corrélation entre le PIB et le nombre de transactions: plus la production est importante dans une économie, plus le nombre de transactions est élevé; dans l'illustration 2, la courbe de la demande de monnaie se déplace vers la droite.

2.3 Réserves minimales

Les réserves minimales sont des avoirs que les banques commerciales doivent détenir auprès de la BNS sous forme de pièces de monnaie, de billets de banque ou d'avoirs en comptes de virement⁴. Conformément à la loi sur la Banque nationale, les banques doivent détenir des réserves pour couvrir leurs engagements (notamment les dépôts à vue et les dépôts à terme, ainsi que 20% des dépôts d'épargne); le taux de ces réserves est actuellement fixé à 2,5% des engagements. Les réserves minimales que les banques doivent détenir auprès de la BNS permettent notamment de satisfaire la demande de monnaie centrale.

2.4 Coût d'opportunité

Le public détient de la monnaie pour différentes raisons. Il a par exemple besoin d'argent pour effectuer des paiements réguliers ou pour faire face à des dépenses inattendues. L'argent ainsi détenu dans le porte-monnaie ou sur un compte salaire⁵, soit l'argent qui n'est pas mis sur un compte d'épargne ou placé dans des titres (par exemple des actions ou des obligations), est à l'origine de ce que l'on appelle le coût d'opportunité. Le coût d'opportunité correspond aux intérêts non réalisés sur ces avoirs. Une valeur approximative est calculée sur la base des rendements des emprunts d'Etat ou des taux d'intérêt appliqués aux comptes d'épargne.

⁴ Voir le glossaire (page 11).

⁵ Le compte salaire est aussi appelé compte privé ou compte courant. Il est rémunéré à un taux sensiblement inférieur à celui d'un compte d'épargne.

Le niveau des taux d'intérêt peut changer dans une économie. Plus le niveau général des taux d'intérêt est élevé, plus le coût d'opportunité de la détention de numéraire est important. Autrement dit: lorsque la détention de monnaie est moins rentable que les solutions de rechange, le public réduit la quantité de monnaie qu'il détient. A l'inverse, lorsque le niveau des taux d'intérêt baisse, le coût d'opportunité diminue, et le public détient donc davantage de monnaie.

Rendement de la monnaie

L'intérêt versé sur un compte d'épargne est en général inférieur au rendement tiré d'autres formes de placement. Quant au numéraire, il ne produit aucun rendement. Pour quelle raison les détenteurs de numéraire sont-ils prêts à accepter un rendement plus faible que ce qu'ils pourraient obtenir en plaçant leur argent? La réponse est simple: le numéraire constitue la forme de patrimoine financier la plus liquide. Il est donc disponible en tout temps pour l'acquisition de biens et de services. Le numéraire donne donc à son détenteur une grande flexibilité et lui procure un avantage supplémentaire qui peut compenser, voire dépasser, les rendements qu'il aurait réalisés en plaçant son argent.

Théorie quantitative de la monnaie

La théorie quantitative de la monnaie fait apparaître la relation entre la masse monétaire et l'évolution des prix: un accroissement de la masse monétaire entraîne une hausse du niveau des prix. Cette relation peut être exprimée au moyen de l'équation quantitative de la monnaie:

$$M \times V = P \times Y$$

V désigne la vitesse de circulation de la monnaie. Cette variable mesure le nombre de fois qu'une unité de monnaie est échangée, en moyenne, contre un bien ou un service dans une période donnée. Lorsque la vitesse de circulation (V) reste constante et que la masse monétaire (M) augmente plus rapidement que le PIB réel (Y), le niveau des prix (P) doit s'accroître afin que l'équation reste vérifiée. Il ressort ainsi de l'équation quantitative de la monnaie qu'une augmentation de la masse monétaire au-delà de la croissance du PIB est source d'inflation. Mais la vitesse de circulation peut elle aussi changer. Ainsi, elle recule lorsque les taux d'intérêt - et donc le coût d'opportunité de la détention de monnaie - baissent. Dans une telle situation, la masse monétaire peut augmenter sans entraîner de l'inflation.

2.5 Autres facteurs

Cependant, la détention de numéraire est aussi influencée par d'autres facteurs tels que le besoin de liquidités pour effectuer des transactions ou simplement la distance jusqu'au bancomat le plus proche. Certains aspects liés aux risques sont également pris en considération. Ainsi, le besoin de moyens financiers liquides est particulièrement élevé lorsque d'autres formes de placement de la fortune semblent très risquées. Cette situation apparaît clairement dans l'illustration 3: lors de la crise financière et de la crise de la dette souveraine en Europe, le besoin de numéraire à des fins de thésaurisation a sensiblement augmenté (voir la courbe représentant l'évolution des billets de mille francs en circulation).

CIRCULATION DES BILLETS DE BANQUE-CHF

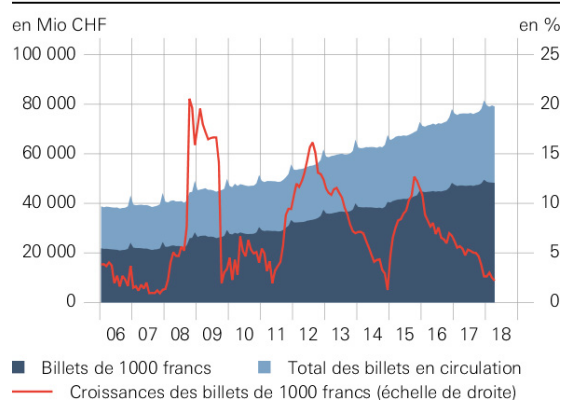


Illustration 3: Total des billets de banque en circulation et billets de 1000 francs en circulation. Source: BNS

Fonction de demande de monnaie

Les relations entre les différents facteurs constitutifs de la demande de monnaie peuvent être exprimées au moyen de la fonction mathématique suivante:

$$M^d = P \times f(Y, R, \dots)$$

M^d est la quantité de monnaie demandée par le public. M^d s'accroît lorsque le niveau des prix (P) augmente (autrement dit, lorsque la valeur de la monnaie recule), que le nombre de transactions (Y) est en hausse ou que les taux d'intérêt nominaux (R) baissent. D'autres facteurs peuvent intervenir et évoluer dans différentes directions (voir le point 2.5 ci-dessus).

3 Offre de monnaie

Ce chapitre est consacré à la création de monnaie. Une attention particulière est accordée à la création de monnaie par les banques commerciales et au rôle joué dans ce processus par la banque centrale.

3.1 Création de monnaie

La Banque nationale est à l'origine de la circulation monétaire. Elle seule a le droit de mettre en circulation les moyens de paiement ayant cours légal. Ceux-ci sont constitués du numéraire et des avoirs en comptes de virement que les banques commerciales détiennent auprès de la Banque nationale. La Banque nationale alimente les avoirs en comptes de virement en accordant des crédits aux banques (voir encadré «Pension de titres») ou en leur achetant des actifs tels que des devises. Les banques se servent de leurs avoirs en comptes de virement pour effectuer des paiements entre elles.

Cependant, notre argent ne vient pas uniquement de la Banque nationale; les banques commerciales jouent, elles aussi, un rôle dans la création de monnaie. Lorsqu'une banque octroie par exemple un crédit de 30 000 francs, elle verse le montant correspondant sur le compte bancaire du bénéficiaire. Ce versement est effectué au moyen de monnaie scripturale, c'est-à-dire d'une monnaie qui n'existe pas sous forme de pièces ou de billets, mais qui apparaît comme inscription sur un compte auprès d'une banque. Etant donné que la monnaie scripturale peut aussi être utilisée pour les paiements, elle est aussi prise en compte dans la masse monétaire. L'octroi du crédit a donc fait augmenter la masse monétaire de 30 000 francs⁶.

Le client utilise le crédit de 30 000 francs, pour lequel il paie des intérêts, afin d'acquérir un bien ou un service, et procède à un paiement. La banque qui a octroyé le crédit retire le montant correspondant de son compte de virement auprès de la Banque nationale et le verse sur le compte de virement de la banque du vendeur du bien ou du service. Il est important de noter que les banques commerciales n'accordent de crédits que lorsqu'elles disposent de montants suffisants sur leurs avoirs en comptes de virement auprès de la Banque nationale. Ces comptes sont alimentés: soit par la Banque nationale lorsqu'elle crée de la monnaie centrale, soit par d'autres banques opérant sur le marché interbancaire et disposant momentanément d'avoirs en comptes de virement excédentaires, soit par des montants versés sur les comptes de la clientèle des banques.

Pension de titres

Dans une pension de titres, l'emprunteur vend des titres au prêteur et s'engage simultanément à racheter, à une date ultérieure, une quantité équivalente de titres de même catégorie. Cette opération est effectuée à un taux d'intérêt défini, appelé taux des pensions de titres. La pension de titres est un important instrument de politique monétaire de la BNS, permettant à celle-ci de gérer les liquidités sur le marché monétaire. La BNS joue le rôle de prêteur lorsqu'elle souhaite fournir des liquidités et celui d'emprunteur lorsqu'elle entend retirer des liquidités. La BNS accepte uniquement des titres éligibles selon ses critères et qu'elle considère donc comme des garanties suffisantes.

Etant donné que tous les clients n'utilisent pas simultanément l'ensemble de leurs dépôts pour effectuer des paiements, les banques commerciales peuvent utiliser une partie de ces liquidités pour accorder des crédits, autrement dit pour effectuer des paiements pour le compte d'un nouvel emprunteur. La deuxième banque qui, dans l'exemple ci-dessus, a reçu un versement de 30 000 francs peut donc octroyer un nouveau crédit à l'un de ses clients. La masse monétaire s'accroît à nouveau et la création de monnaie se poursuit (voir point 3.2 Multiplicateur monétaire).

La création de monnaie par les banques commerciales est limitée non seulement par la monnaie centrale (dont les banques ont besoin pour effectuer les paiements de la clientèle) mais aussi par la demande de crédits (laquelle détermine l'octroi de crédits). Les montants que les ménages et les entreprises souhaitent emprunter dépendent de la situation économique et du niveau des taux d'intérêt fixé par la Banque nationale. La création de monnaie est en outre limitée par la politique de crédit des banques. En effet, une banque octroie un crédit uniquement si elle est convaincue que le débiteur pourra en rembourser le montant et s'acquitter des intérêts. Le niveau des taux d'intérêt joue ici aussi un rôle important. De plus, les dispositions sur les réserves minimales, les fonds propres et les liquidités freinent aussi l'octroi de crédits et donc la création de monnaie.

⁶ A l'inverse, lors du remboursement des crédits, l'argent créé est supprimé.

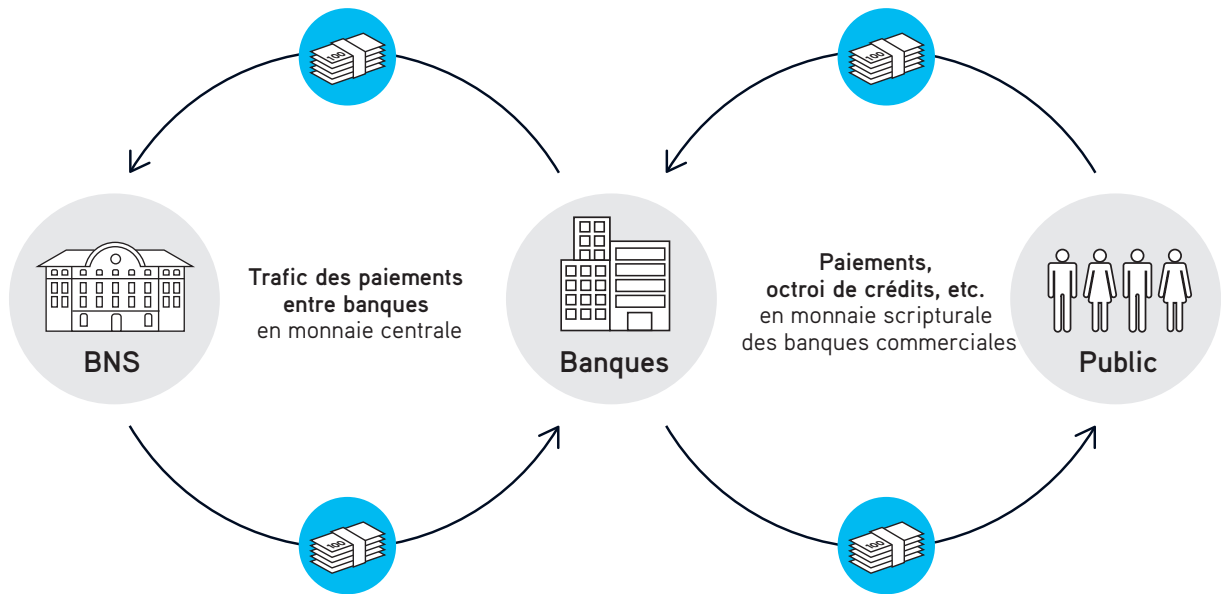


Illustration 4: La politique monétaire est mise en œuvre par le premier cercle (au moyen de la gestion des taux d'intérêt). Elle est appliquée aux autres agents économiques au moyen du second cercle.

3.2 Multiplicateur monétaire

La création de monnaie est un processus à deux volets: le premier consiste en la création de monnaie centrale (billets de banque ainsi qu'avoirs en comptes de virement auprès de la banque centrale) par la banque centrale en application du monopole d'émission des billets de banque. Le second est constitué par la monnaie scripturale créée par les banques commerciales lorsqu'elles accordent des crédits au public (ménages, entreprises).

Il faut donc faire une distinction entre la monnaie centrale et l'argent détenu par le public et défini par les différents agrégats monétaires (voir illustration 5).

Le rapport entre la monnaie centrale M_0 , mise à la disposition des banques par la banque centrale, et les agrégats monétaires M_1 , M_2 et M_3 peut varier. Pour expliquer le rapport entre ces deux éléments, la théorie économique parle du «multiplicateur monétaire». En ce qui concerne l'agrégat M_3 , par exemple, le rapport est défini comme suit:

$$M_3 = m_3 \times M_0$$

Le multiplicateur est supérieur à 1 et reflète le fait que les banques commerciales peuvent créer, à partir d'une quantité donnée de monnaie centrale (M_0), une quantité plus grande d'agrégats monétaires (dans ce cas: M_3). Le multiplicateur (dans ce cas: m_3) est déterminé par plusieurs facteurs, notamment par le niveau des taux d'intérêt, la demande de numéraire et la propension des banques à octroyer des crédits. Il baisse en particulier lorsque les banques préfèrent détenir des réserves plus importantes de monnaie centrale, ou qu'elles accordent moins de crédits. Ainsi, le multiplicateur peut varier assez fortement au fil du temps; en périodes d'incertitude, par exemple après la crise financière de 2008, il a tendance à reculer (voir illustration 8).

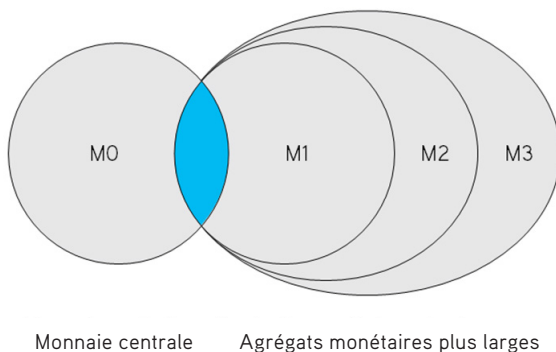


Illustration 5: schéma de la monnaie centrale (M_0 : avoirs à vue des banques auprès de la banque centrale et billets de banque) et des agrégats monétaires plus larges (M_1 , M_2 et M_3). La surface bleue représente les billets de banque en circulation.

4 La politique monétaire par la gestion des taux d'intérêt

Dans ce chapitre, nous allons montrer comment la Banque nationale influence la conjoncture et le niveau des prix via des taux d'intérêt à court terme. On parle alors de politique monétaire conventionnelle.

4.1 Politique monétaire conventionnelle

La BNS met en œuvre sa politique monétaire en fixant son propre taux directeur. Celui-ci indique le niveau des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire que vise la Banque nationale. Principal taux d'intérêt du marché monétaire, le SARON (Swiss Average Rate Overnight) correspond au taux auquel les banques se prêtent mutuellement de l'argent à court terme (d'un jour ouvrable au suivant). Supposons maintenant que la prévision d'inflation de la Banque nationale indique qu'il faut s'attendre à une forte hausse du renchérissement. Pour lutter contre ce risque d'inflation, la BNS augmente les taux. Pour ce faire, elle relève le niveau de son taux directeur. A l'inverse, si les prix menacent de baisser, la Banque nationale abaisse son taux directeur. La seule annonce d'un relèvement a une certaine influence sur les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire, dont le SARON. Ensuite, la Banque nationale réduit l'approvisionnement des banques en monnaie, ce qui porte le SARON au niveau souhaité. La hausse du SARON traduit le fait que les banques appliquent un taux d'intérêt lui aussi plus élevé aux crédits qu'elles s'octroient entre elles.

4.2 Canaux de transmission de la politique monétaire

Les variations du SARON se répercutent sur le niveau général des prix et sur la conjoncture par l'intermédiaire de différents canaux.

Le canal du crédit

Si le SARON s'accroît, les coûts de refinancement des banques augmentent aussi. Celles-ci relèvent alors les taux auxquels elles accordent des crédits. Comme le coût du crédit augmente, les entreprises et les ménages contractent moins de prêts, ce qui entraîne un repli de la demande de biens et de services. Comme les entreprises ont plus de mal à écouler leurs produits, elles renoncent à augmenter leurs prix. Par conséquent, une hausse du SARON permet, par le canal du crédit, de ralentir l'inflation. A l'inverse, si le SARON recule, le renchérissement s'accélère.

Le canal des anticipations d'inflation

La manière dont le public anticipe le renchérissement à venir et la politique monétaire future est fondamentale pour la transmission de la politique monétaire. En effet, les anticipations ont une influence déterminante sur les taux d'intérêt à long terme. Si les anticipations d'inflation s'accroissent à la suite du recul des taux d'intérêt à court terme, les prêteurs demanderont un intérêt plus élevé⁷, ce qui entraîne une progression des taux d'intérêt nominaux à long terme⁸. Les anticipations d'inflation n'influencent pas seulement les taux d'intérêt nominaux, mais aussi les taux d'intérêt réels⁹, qui sont déterminants pour les décisions de consommation et d'investissements des ménages et des entreprises. Pour contrôler les anticipations d'inflation du public, la banque centrale doit déclarer officiellement que son objectif est la stabilité des prix et elle doit poursuivre cet objectif de manière crédible. Si elle accomplit cette tâche avec succès, cela lui permet d'exercer une influence, par l'intermédiaire des anticipations du public, sur les taux d'intérêt à long terme et par conséquent sur le niveau des prix.

Le canal du cours de change

Les taux d'intérêt exercent également une influence sur le niveau des prix par l'intermédiaire du cours de change. En effet, une augmentation des taux rend les placements dans la monnaie du pays plus attrayants que ceux en monnaies étrangères. Si les taux d'intérêt sont plus élevés en Suisse qu'à l'étranger, la demande de francs suisses augmente, ce qui accroît la valeur de notre monnaie: on dit qu'elle s'apprécie. Dans une petite économie ouverte comme la Suisse, le cours de change est particulièrement important.

Il influe sur le niveau des prix – *indirectement*, en faisant varier la demande globale, et *directement*, puisqu'il entraîne un changement des prix à l'importation. Le mécanisme en jeu est le suivant: une appréciation du franc signifie que les produits suisses deviennent plus chers pour les clients étrangers. Ceux-ci achètent donc moins de produits suisses (recul de la demande extérieure), ce qui freine la conjoncture et, *indirectement*, le renchérissement. En effet, une conjoncture favorable entraîne l'apparition de phénomènes d'inflation. A l'inverse, une conjoncture faible ralentit le renchérissement. L'effet inverse peut être observé pour les produits importés. Une appréciation du franc rend les importations meilleur marché, ce qui freine *directement* le renchérissement.

⁷ Si les prêteurs s'attendent à ce que le niveau des prix progresse de manière continue, ils prêteront à un taux d'intérêt plus élevé, car ils estimeront que leur prêt sera remboursé à l'avenir avec de l'argent «dévalué». On parle dans ce cas de «l'effet Fisher», du nom du célèbre économiste américain Irving Fisher (1867-1947).

⁸ La simple anticipation d'une dévaluation de la monnaie peut entraîner une dévaluation. On parle alors de prophétie autoréalisatrice (self-fulfilling prophecy).

⁹ Les taux d'intérêt réels sont obtenus en déduisant des taux nominaux les anticipations d'inflation.

5 La politique monétaire depuis la crise financière de 2007/2008

A la suite de la crise financière de 2007/2008, les principales banques centrales ont également recouru à des moyens autres que l'instrument des taux pour stabiliser le niveau des prix. On parle alors de politique monétaire non conventionnelle. Dans ce chapitre, nous allons étudier l'influence exercée par cette crise financière sur la politique monétaire de la Banque nationale suisse.

Assouplissement quantitatif

La politique monétaire non conventionnelle est souvent associée à l'idée d'assouplissement quantitatif (quantitative easing ou QE). C'est une politique par laquelle la banque centrale rachète notamment des obligations d'Etat de sa zone monétaire pour faire baisser les taux d'intérêt à long terme. Elle a vraiment pris de l'importance avec la crise financière et plus spécialement avec Ben Bernanke (voir illustration 1), président de la Réserve fédérale des Etats-Unis, qui a annoncé le premier programme d'assouplissement quantitatif en 2008.

5.1 Le cours plancher

A la suite de la crise de la dette souveraine en Europe, le franc s'est brusquement et fortement apprécié, atteignant un pic à l'été 2011. A l'époque, il y avait un risque réel que la croissance suisse s'arrête, voire que le pays tombe dans la déflation. Pour remplir son mandat concernant la stabilité des prix, la Banque nationale devait agir. Elle abaissa la marge de fluctuation du Libor (le prédécesseur de son taux directeur) à 0%-0,25% et augmenta massivement la monnaie centrale. Ces mesures ont eu un certain effet, mais la pression à la hausse sur le franc n'a pas disparu pour autant, et elle s'est même encore renforcée début septembre. Le 6 septembre 2011, la BNS s'est vue obligée de faire un pas supplémentaire et a introduit un cours plancher de 1,20 franc pour un euro¹⁰.

Comment a-t-elle fait cela? En achetant des devises: dès que l'euro commençait à se déprécier, mettant le cours plancher sous pression, la BNS achetait des devises, c'est-à-dire des monnaies étrangères, et les payait avec des francs qu'elle venait de créer. Elle augmentait donc l'offre de francs et stimulait la demande de monnaies étrangères, et notamment d'euros. Cela lui permettait d'influencer de manière ciblée le cours de change et d'empêcher une nouvelle appréciation

du franc.

Pour maintenir l'objectif du cours plancher, la BNS a acheté entre août 2011 et mi-janvier 2015 des devises pour plus de 200 milliards de francs. A titre de comparaison: le PIB suisse s'élève à environ 600 milliards de francs. Cette politique d'interventions a entraîné une forte augmentation de la monnaie centrale (MO), étant donné que la BNS payait les achats de devises avec des francs, ce qui se répercutait sur les avoirs en comptes de virement détenus par les banques auprès de la BNS. L'illustration 6 présente les conséquences de ces interventions sur le bilan de la Banque nationale.

A partir de mi-2014, l'euro s'est affaibli par rapport au dollar des Etats-Unis. Début 2015, ce recul s'est accentué du fait qu'il était prévisible que la Banque centrale européenne allait assouplir sa politique monétaire. Il n'était plus possible de maintenir le cours plancher, et la Banque nationale ne pouvait plus assumer la responsabilité de sa défense. En effet, elle aurait dû pour cela procéder à des achats de devises permanents et toujours plus élevés, sans avoir pour autant la perspective d'une stabilisation durable de la situation sur le marché des changes. Le 15 janvier 2015, la Banque nationale a donc supprimé le cours plancher. Cependant, elle annonça qu'elle continuerait d'intervenir sur le marché des changes si nécessaire.

BILAN DE LA BANQUE NATIONALE

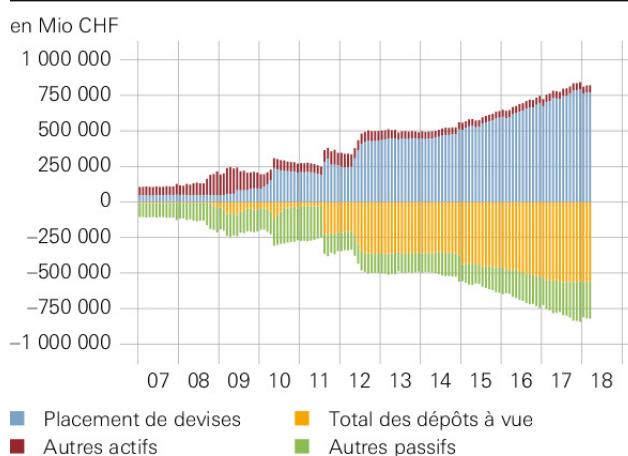


Illustration 6: Conséquences des mesures de politique monétaire prises sur le bilan de la Banque nationale. Les postes de l'actif sont représentés par les barres de la zone positive, les postes du passif, par les barres de la zone négative. (Source: BNS)

¹⁰ L'histoire complète du cours plancher est présentée sur le site «Notre Banque nationale» à l'adresse our.snb.ch.

5.2 Introduction du taux d'intérêt négatif

Après la suppression du cours plancher, la politique monétaire appuyée sur la gestion des taux d'intérêt est revenue sur le devant de la scène, mais sous une forme différente. Depuis le 22 janvier 2015, la Banque nationale applique en effet un taux d'intérêt de $-0,75\%$ aux avoirs à vue détenus par les banques et les autres établissements financiers auprès d'elle, dès que ces avoirs dépassent un certain montant¹¹. Ce taux d'intérêt négatif vise à rendre les placements en francs moins attrayants, afin de limiter la pression à la hausse sur la monnaie suisse.

Comme cela fonctionne-t-il? L'intérêt négatif prélevé sur les dépôts détenus auprès de la banque centrale se répercute sur les autres taux d'intérêt. En conséquence, les taux baissent pour toutes les échéances, de ceux du marché monétaire à ceux du marché des capitaux. On dit également que la courbe des taux d'intérêt se déplace vers le bas. Cela signifie qu'aujourd'hui, les taux sont de nouveau plus bas en Suisse qu'à l'étranger. Le franc a perdu de son attractivité par rapport aux autres monnaies, ce qui a réduit la pression à la hausse s'exerçant sur lui.

Longtemps, on a cru que les taux nominaux ne pouvaient pas descendre en dessous de zéro. Mais il apparaît que la gestion des taux d'intérêt fonctionne également dans la zone négative. Cela dit, la Banque nationale ne peut pas abaisser le taux d'intérêt de manière illimitée. Au-dessous d'un certain seuil, il est en effet possible que les agents économiques transfèrent leurs actifs des comptes bancaires (sur lesquels peuvent peser des intérêts négatifs) vers le numéraire (lequel est rémunéré par un taux d'intérêt de 0%). Ce seuil est notamment déterminé par le coût logistique et assurantiel de la détention de grandes quantités de numéraire. Il est difficile d'estimer précisément ce seuil. Ce qui est sûr, c'est qu'il n'a pas encore été atteint en Suisse, car aucun phénomène de fuite vers le numéraire n'a été constaté. En dehors de cette fuite vers le numéraire, un taux d'intérêt durablement négatif, voire continuant de baisser, peut avoir d'autres conséquences indésirables. Ainsi, il nuit aux opérations d'intérêt¹² et par là même à la rentabilité des banques. En effet, les banques souhaitant éviter de perdre des clients, elles sont réticentes à répercuter l'intérêt négatif sur les comptes des épargnants.

Cela dit, elles ont d'autres moyens de compenser l'effet de l'intérêt négatif sur leur rentabilité: elles peuvent par exemple augmenter les frais qu'elles appliquent ou renoncer à répercuter intégralement la baisse sur les taux des crédits qu'elles octroient.

5.3 Conséquences sur la masse monétaire et sur les prix

Les interventions sur le marché des changes ont entraîné une forte augmentation de la monnaie centrale (voir illustration 7). Alors qu'en temps normal, les réserves des banques commerciales ne sont que légèrement supérieures aux prescriptions légales, elles étaient, depuis la crise financière de 2007/2008, notablement supérieures au niveau requis. Il en a découlé un fort recul du ratio entre les agrégats monétaires larges et la monnaie centrale, lequel s'exprime dans le multiplicateur monétaire (voir illustration 8).

Lorsque la BNS intervient sur le marché des changes, les banques sont ses contreparties directes. La BNS achète des devises qu'elle paie avec des francs qu'elle a créés. La monnaie centrale s'accroît. Généralement, cette transaction en reflète une autre entre une banque et son client: la banque crédite sur le compte de son client le produit de la vente de devises. Cela entraîne une hausse du même montant de la masse monétaire détenue par le public. Mais étant donné qu'au début de la crise, la monnaie centrale était inférieure à la masse monétaire détenue par le public, le multiplicateur a diminué. Il a aussi reculé du fait que les banques commerciales ont également vendu des devises en compte propre, et non pour le compte de clients, ce qui a entraîné un accroissement du seul agrégat MO. Ce type de transaction est utile lorsqu'une banque vend à ses clients des options pour les prémunir contre une appréciation du franc et qu'elle place, de manière préventive, des liquidités en francs.

¹¹ La Banque nationale fixe le montant exonéré pour chaque titulaire de compte. Pour les banques soumises à l'obligation de détenir des réserves minimales, ce montant est égal à vingt fois le montant exigé par la loi au titre des réserves minimales. Pour les titulaires qui ne sont pas soumis à cette obligation, un montant exonéré fixe a été défini.

¹² Les banques effectuent normalement des opérations sur les écarts de taux d'intérêt, c'est-à-dire que l'intérêt qu'elles doivent verser sur le passif de leur bilan (par exemple sur les fonds qu'elles reçoivent, tels que les dépôts d'épargne) est plus faible que celui qu'elles perçoivent sur l'actif de leur bilan (octroi de crédits). Or, depuis l'introduction de l'intérêt négatif, les banques doivent payer un intérêt négatif sur les avoirs en comptes de virement détenus auprès de la BNS, lesquels sont comptabilisés à leur actif. Dans le même temps, elles continuent de verser un intérêt positif sur leurs engagements (comptes d'épargne de leurs clients). Il en découle pour elle une baisse du produit des intérêts.

AGRÉGATS MONÉTAIRES

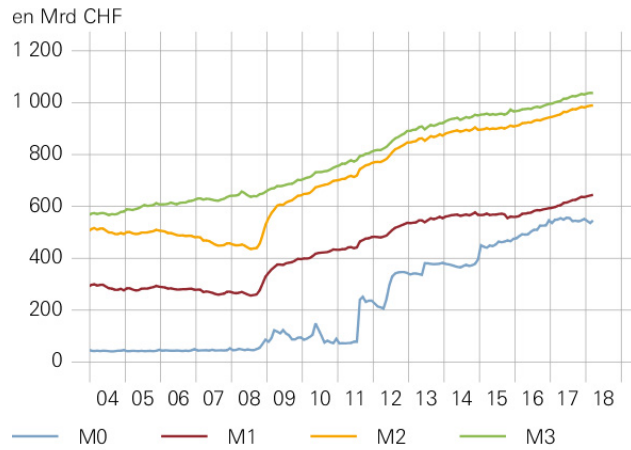


Illustration 7: Accroissement de la monnaie centrale
Source: BNS

MULTIPLIEUR MONÉTAIRE

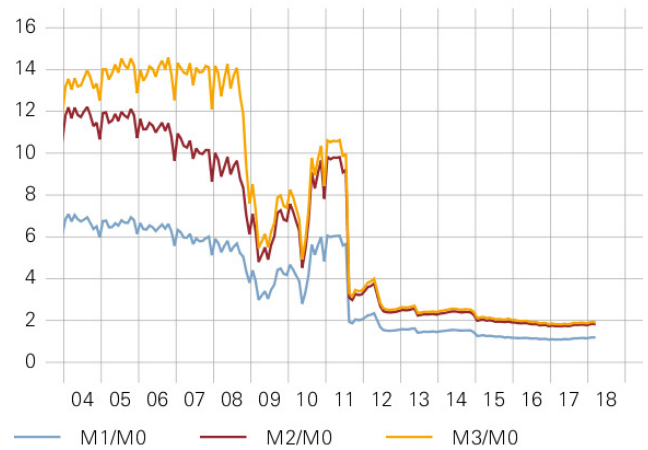


Illustration 8: Recul du multiplicateur monétaire
Source: BNS

Cela dit, même si les agrégats monétaires au sens large ont augmenté dans une moindre mesure que la monnaie centrale, pourquoi l'accroissement de la masse monétaire depuis le début de la crise financière n'a-t-il pas entraîné une progression du niveau des prix? Cela tient principalement à la politique monétaire accommodante. L'abaissement des taux a entraîné un ralentissement de la circulation monétaire. Comme l'explique la théorie quantitative de la monnaie (voir encadré page 4), si la vitesse de circulation de la monnaie baisse, la masse monétaire peut augmenter sans générer d'inflation.

Annexe

Glossaire sur la masse monétaire

Agrégats monétaires	Les agrégats monétaires sont différentes composantes de la masse monétaire. Les principaux agrégats monétaires de la BNS sont la monnaie centrale (M0) ainsi que M1, M2 et M3.
Monnaie centrale (M0) (ou base monétaire)	La monnaie centrale est constituée des billets en circulation et des avoirs en comptes de virement détenus par les banques commerciales à la BNS. Les pièces ne font pas partie de la monnaie centrale car elles représentent des engagements de la Confédération.
Billets de banque en circulation	Il s'agit de la somme de tous les billets de banque émis par la BNS. Avec les avoirs en comptes de virement détenus par les banques commerciales suisses à la BNS, les billets de banque en circulation forment la monnaie centrale. Ils constituent des engagements de la banque centrale envers le public et figurent par conséquent au passif du bilan de la banque centrale.
Avoirs en comptes de virement	Avoirs à vue, non rémunérés, que les banques commerciales détiennent auprès de la banque centrale. Ces avoirs sont des moyens de paiement ayant cours légal. La BNS contrôle l'offre d'avoirs en comptes de virement grâce aux instruments de politique monétaire dont elle dispose et gère ainsi la monnaie centrale et donc les liquidités du système bancaire.
M1	La BNS définit l'agrégat M1 comme étant la somme du numéraire détenu par le public, des dépôts à vue détenus par les résidents dans les banques, ainsi que des dépôts en comptes d'épargne et de dépôt destinés avant tout à des fins de paiements (comptes de transactions).
M2	La BNS définit l'agrégat M2 comme étant la somme de M1 et des dépôts d'épargne. Les fonds de la prévoyance liée dans le cadre du 2 ^e pilier (prévoyance professionnelle) et du 3 ^e pilier (prévoyance individuelle constituée librement) de même que les comptes de transactions contenus dans M1 ne sont pas compris dans les dépôts d'épargne.
M3	La BNS définit l'agrégat M3 comme étant la somme de M2 et des dépôts à terme (créanciers à terme et papiers monétaires).