

L'indépendance des banques centrales : raisons, et défis particuliers d'une petite économie

Cédric Tille

Institut des Hautes Etudes Internationales et du Développement, et
CEPR

Journée d'économie politique, Ionomix

Lausanne, 14 novembre 2025

Plan de présentation

- ❑ Pourquoi l'indépendance des banques centrales?
- ❑ L'indépendance en pratique.
 - Fonctionnement.
 - Evolution internationale, et effet.
- ❑ Contraintes en économie ouverte: le «trilemme».
- ❑ Le cas particulier de la Suisse.



Pourquoi l'indépendance?

Raison 1: éviter les biais

- ❑ Éviter un biais expansionniste des banques centrales.
 - Volonté de stimuler la croissance...
 - ...qui ne donne que de l'inflation.
- ❑ Le PIB fluctue autour d'une valeur de long terme Y^{LT} , en fonction de *surprises* d'inflation:

$$Y = Y^{LT} + \alpha \times (Infl - Infl^{anticipée})$$

- ❑ La banque centrale vise deux choses:
 - Une inflation proche de zéro.
 - Un PIB proche d'un objectif: Y^{cible} .
 - La cible est plus élevée que le PIB de long terme: $Y^{cible} > Y^{LT}$.
- ❑ Les entreprises et ménages forment leurs anticipations d'inflation, $Infl^{anticipée}$, puis la banque centrale détermine l'inflation $Infl$.

Des promesses difficiles à tenir

- ❑ La banque centrale promet une inflation zéro: $Infl^{anticipée} = 0$.
- ❑ Mais elle a alors une tentation de générer une surprise: $Infl > 0$.

- Cela stimule le PIB:

$$Y = Y^{LT} + \alpha \times Infl > Y^{LT}$$

- ❑ Accepter une inflation positive comme prix d'un PIB élevé?
- ❑ Non: les anticipations sont formées de manière rationnelle.
 - Les agents comprennent l'incitation de la banque centrale.
 - Ils ne vont pas consciemment avoir des attentes inexactes.
- ❑ Pas de surprise à l'équilibre: $Infl = Infl^{anticipée}$.
 - Ceci se produit à une inflation positive: $Infl > 0$.
 - Une inflation zéro n'est pas un équilibre, la banque centrale ne resterait jamais à zéro.
- ❑ Au final: de l'inflation, mais pas de croissance (pas d'inflation surprise).

Solution: se lier les mains

- ❑ Si la banque centrale peut s'engager de manière crédible.
 - Pas de surprise: l'inflation est celle annoncée.
 - Optimal de choisir une inflation zéro.
- ❑ Donner un objectif de stabilité des prix, puis laisser la banque centrale libre de pressions, permet un meilleur équilibre.
 - Pas de croissance, mais au moins pas d'inflation.
- ❑ Variante permettant de réagir aux chocs.
 - Un choc sur le PIB peut survenir (choc pétrolier).
 - Optimal de l'absorber en partie par une récession, et en partie par une inflation modérée.
 - Engagement sur une règle de politique, plutôt qu'un niveau d'inflation.
 - Inflation zéro en moyenne.
- ❑ Problème dû à $\gamma^{cible} > \gamma^{LT}$. Pas forcément pertinent.

Raison 2: affecter les anticipations

- ❑ L'inflation est affectée par les anticipations d'anticipation futures.
 - Une entreprise ajustant son prix aujourd'hui n'est pas sur de pouvoir le faire à nouveau demain.
 - Elle regarde 1) ses coûts aujourd'hui, 2) le prix de ses concurrents demain.
 - Choix préemptif du prix aujourd'hui pour être déjà bien positionnée demain au cas où elle ne peut pas ajuster son prix à nouveau.
- ❑ Courbe de Phillips néo-keynésienne.

$$Infl^{aujourd'hui} = \beta \times Infl^{anticipée, demain} + \gamma \times Cout^{aujourd'hui}$$

- ❑ Une politique monétaire restrictive peut réduire le coût, au prix d'une récession.

Elargir la palette d'outils

- ❑ Une banque peu crédible ne peut agir que via $Cout^{aujourd'hui}$, ses communications sur l'inflation future n'étant pas écoutées.
- ❑ Réduire l'inflation demande une récession pour baisser le coût.

$$\downarrow Infl^{aujourd'hui} = \beta \times Infl^{anticipée, demain} + \gamma \times Cout^{aujourd'hui} \downarrow$$

- Une forte récession est nécessaire si γ est faible («ratio de sacrifice»).
- ❑ Une banque indépendante crédible peut affecter les anticipations d'inflation.
- ❑ Deux manières complémentaires de réduire l'inflation.

$$\downarrow \downarrow Infl^{aujourd'hui} = \beta \times Infl^{anticipée, demain} \downarrow + \gamma \times Cout^{aujourd'hui} \downarrow$$

- Promettre une inflation basse demain réduit l'inflation aujourd'hui, avec une récession plus modérée («ratio de sacrifice»).

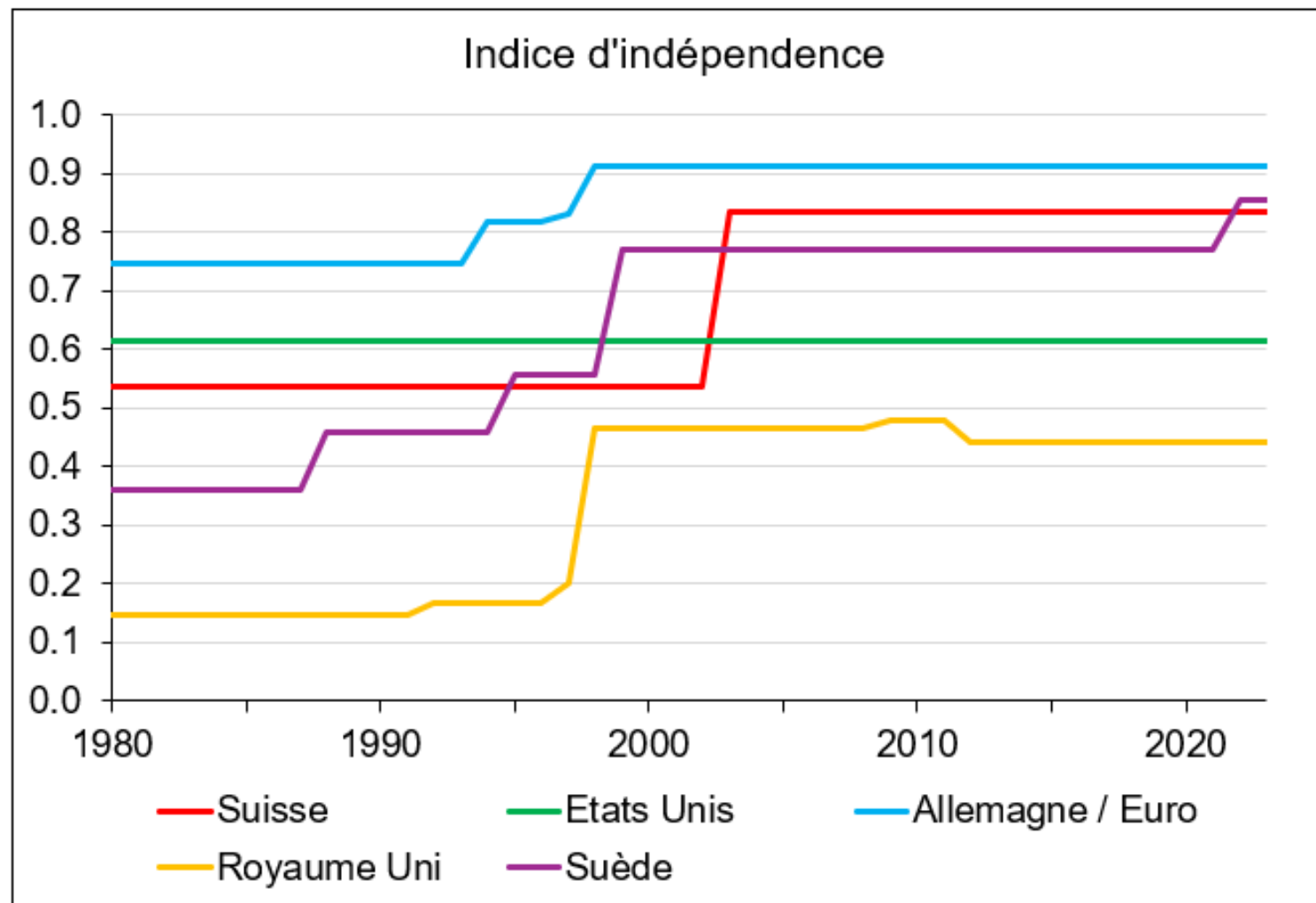
En pratique

L'indépendance en pratique

- ❑ Cadre de ciblage d'inflation («inflation targeting») largement adopté depuis le début des années 1990.
 - Certaines variations dans les points spécifiques.
- ❑ Deux niveaux: stratégique et opérationnel.
 - Définition (plus ou moins précise) d'un objectif par le politique.
 - Conduite de la politique monétaire par la banque centrale pour atteindre cet objectif.
- ❑ Indépendance nécessaire au niveau opérationnel, moins au niveau stratégique (différentes pratiques entre pays).
- ❑ Devoir de rendre compte: la banque centrale explique comment ses actions s'inscrivent dans l'objectif.
 - Discours, conférences de presse, explications au parlement.

Evolution vers plus d'indépendance

- ❑ Indice d'indépendance, sur base des lois et du fonctionnement.
- ❑ Tendance vers plus d'indépendance.
 - La Réserve Fédérale était très indépendante, mais a été dépassée.



Davide Romelli (2024), Recent trends in central bank independence.

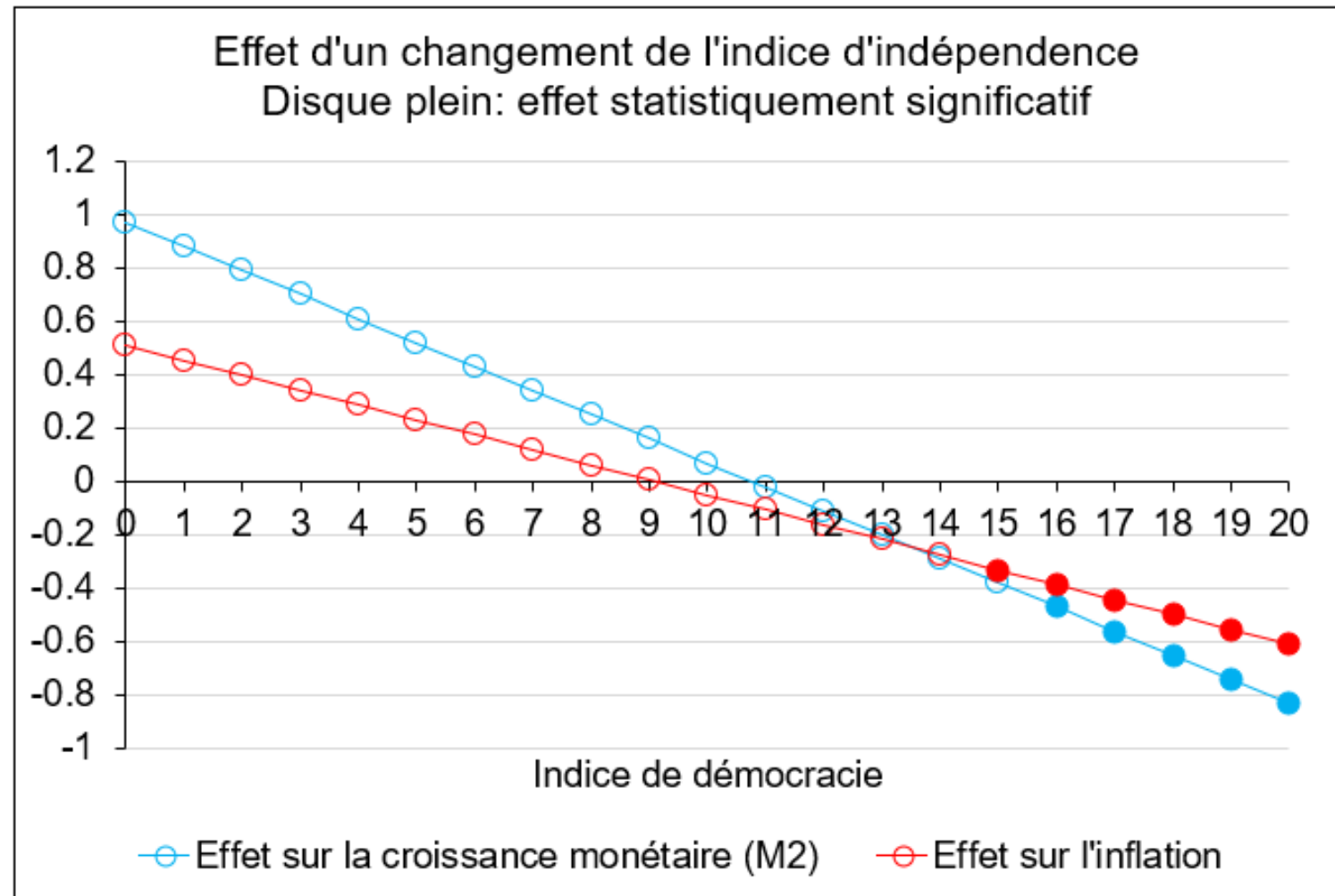
<https://cepr.org/voxeu/columns/recent-trends-central-bank-independence>

Data on Central Bank independence.

<https://cbidata.org/>

Effet de l'indépendance

- ❑ Etudes empiriques pour voir si plus d'indépendance affecte:
 - Le comportement: moins de création monétaire.
 - Le résultat: moins d'inflation.
- ❑ Plus d'indépendance réduit création monétaire et inflation.
 - Pour autant que le pays ait un bon cadre de respect de l'Etat de droit.



Contrainte en économie ouverte

Lien entre taux de change et d'intérêt

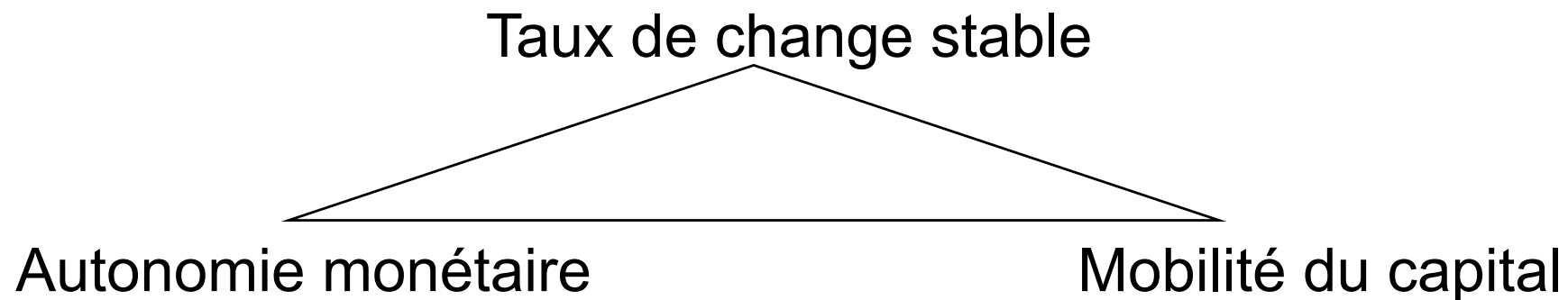
- ❑ Un investisseur peut investir en franc ou en Euro, et vise un rendement similaire, y compris l'effet du taux de change.
 - Rendement en franc: taux d'intérêt R^{CHF} .
 - Rendement en euro: taux d'intérêt R^{Euro} .
 - Dépréciation anticipée du franc (appréciation de l'euro) entre aujourd'hui et la période finale de l'investissement: $Depr^{CHF,anticipée}$.
- ❑ Parité des taux d'intérêt: à l'équilibre de marché, les personnes qui investissent reçoivent un retour similaire sur les deux options.

$$R^{CHF} = R^{Euro} + Depr^{CHF,anticipée}$$

- Sinon, les investisseurs se déplacent vers le plus rentable, mais alors affectent le taux de change, qui rétablit l'équilibre.

Les objectifs

- ❑ La banque centrale vise trois objectifs:
 - Un taux de change stable.
 - Une politique monétaire autonome, R^{CHF} reflétant les besoins domestiques.
 - La mobilité du capital.
- ❑ Représentation visuelle:

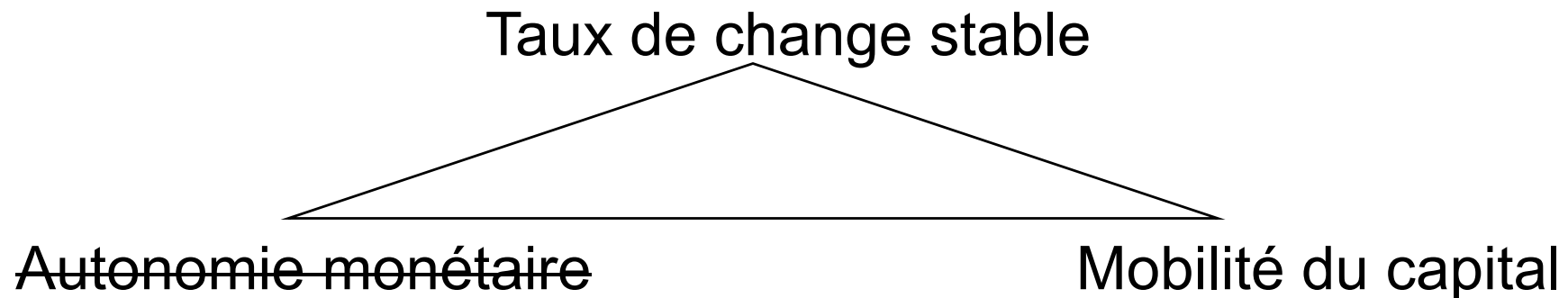


- ❑ Trilemme: elle doit sacrifier un des trois.
- ❑ Illustration par la réaction à une hausse de R^{Euro} , avec trois options.

Option 1: hausse du taux d'intérêt

- ❑ Le taux d'intérêt suisse suit le taux européen.

$$R^{CHF} \uparrow = R^{Euro} \uparrow + Depr^{CHF, anticipée}$$

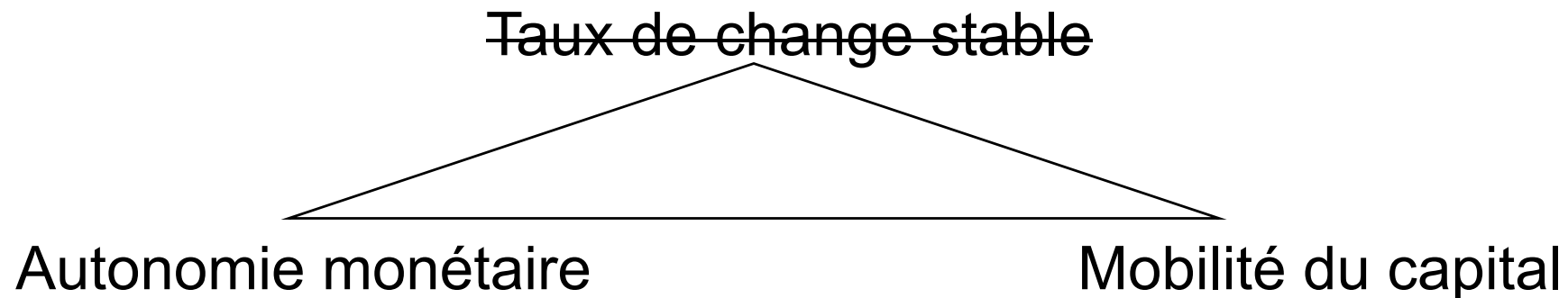


- ❑ Stabilise le taux de change au détriment de l'autonomie monétaire.
- ❑ Exemple historique: étalon or.
 - Monnaies liées à l'or, et entre elles.
 - Banques centrales axées sur le maintien de la parité or, pas sur les conditions conjoncturelles.

Option 2: mouvement du taux de change

- ❑ Le franc s'apprécie dans le futur.

$$R^{CHF} = R^{Euro} \uparrow + Depr^{CHF, anticipée} \downarrow$$



- ❑ Permet l'autonomie monétaire, mais avec des mouvements du change.
- ❑ Exemple historique: économies avancées depuis 1973.
 - Taux de changes flexibles.
 - Banques centrales axées sur la stabilité des prix.
 - Exposition à des fluctuations du change pouvant être déconnectées des fondamentaux.

Option 3: contrôle des flux de capitaux

- ❑ Les investisseurs ne peuvent pas passer d'un actif à l'autre.

$$R^{CHF} \neq R^{Euro} \uparrow + Depr^{CHF, anticipée}$$

Taux de change stable

Autonomie monétaire

~~Mobilité du capital~~

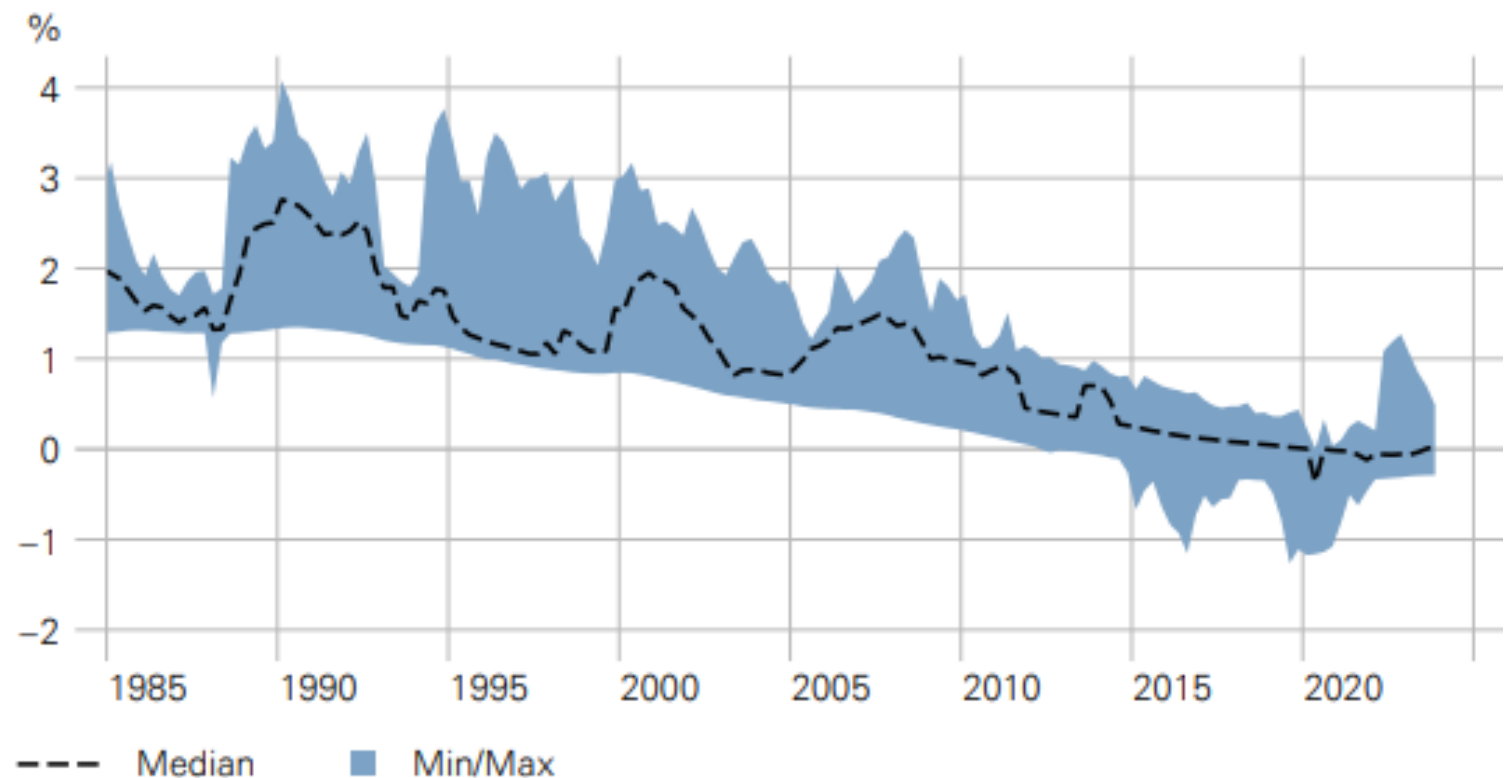
- ❑ Permet l'autonomie monétaire, mais restreint les possibilités d'investissement.
- ❑ Exemple historique: système de Bretton Woods de 1945 à 1973.
 - Taux de changes fixes (mais ajustables).
 - Banques centrales axées sur les besoins domestiques.
 - La solidité des contrôles de capitaux s'érode avec le temps.

Les particularités suisses

Taux d'intérêt structurellement bas

- ❑ Le taux d'intérêt nominal est la somme de:
 - Taux d'intérêt réel, reflétant (sur la durée) des facteurs structurels comme le vieillissement, ou la croissance de productivité.
 - Inflation anticipée.
- ❑ Baisse du taux d'intérêt réel «naturel» r^* (hors facteurs conjoncturels) en Suisse depuis plusieurs années.

CHART 7: STATISTICAL MEASURES OF THE r^* ESTIMATES

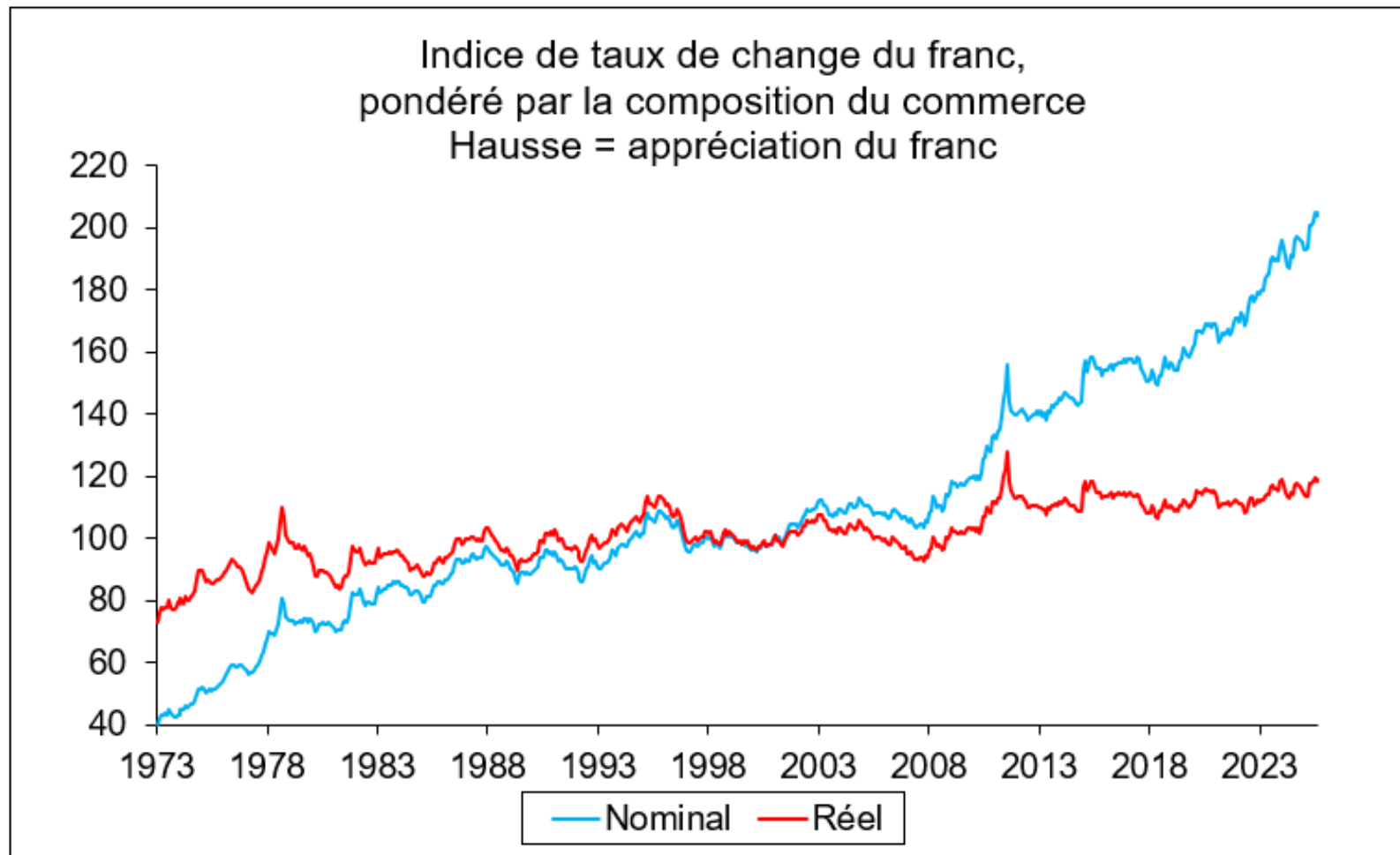


Conséquence

- ❑ La baisse du taux d'intérêt réel fait que le taux d'intérêt nominal sera plus bas, en moyenne.
- ❑ Probabilité accrue de devoir baisser le taux jusqu'à zéro, ou en dessous, pour un choc conjoncturel donné.
 - Un taux négatif est faisable, mais la BNS le considère comme une option potentiellement problématique (pression sur les marges des banques).
- ❑ Solutions:
 - Utilisation accrue d'autres outils, comme les interventions de change.
 - Hausse de l'objectif d'inflation (actuellement 0-2 %).

Force du franc

- ❑ Tendence du franc à s'apprécier en termes nominaux...
- ❑ ... mais pas en termes réels.
 - La tendance reflète l'inflation plus faible en Suisse que dans le monde.



Valeur refuge

- ❑ Appréciation rapide en période de tensions, reflétant une prime de sécurité pour les placements en franc.
 - Hausse de la prime requiert une baisse du taux d'intérêt, ou un mouvement du taux de change.

$$R^{CHF} = R^{Euro} + Depr^{CHF,anticipée} - Prime$$

- ❑ Demande accrue de franc peut-être absorbée par une offre accrue.
 - Forte hausse du bilan de la BNS.
 - Possible tensions avec les autres pays voyant une manipulation du taux de change.

En résumé

- ❑ Pourquoi l'indépendance? Une meilleure conduite de la politique monétaire.
 - Pas de pressions pour générer des surprises, plus d'options pour combattre l'inflation.
- ❑ L'indépendance en pratique.
 - Partage de tâches entre politique et technique.
 - Hausse globale de l'indépendance, conduisant à moins d'inflation.
- ❑ Contraintes en économie ouverte: le «trilemme».
 - Choisir en taux de change stable, autonomie, et possibilités d'investissement.
- ❑ Le cas particulier de la Suisse.
 - Taux d'intérêt structurel faible, et valeur refuge.

