



**Embargo jusqu'au**  
30 mai 2024, 2 h 00

---

## **Le taux d'intérêt naturel ( $r^*$ ) comme point de repère pour la politique monétaire: considérations pratiques**

Discours d'ouverture, 2024 Bank of Korea International Conference

**Thomas J. Jordan\***

Président de la Direction générale  
Banque nationale suisse  
Seoul, le 30 mai 2024

© Banque nationale suisse (exposé donné en anglais)

---

\* L'intervenant remercie Matthias Burgert pour son précieux concours durant la préparation de cet exposé. Il adresse également ses remerciements à Claudia Aebersold, Alain Gabler, Christian Grisse, Carlos Lenz, Alexander Perruchoud, Petra Tschudin et Tanja Zehnder, ainsi qu'aux services linguistiques de la BNS.



Mesdames et Messieurs,

Je suis très heureux d'être aujourd'hui à Séoul et de m'adresser à une aussi éminente assemblée. Je remercie M. le Gouverneur Rhee de m'avoir invité à prononcer ce discours d'ouverture.

Le sujet de la Conférence internationale de la Banque de Corée cette année – «L'évolution du taux d'intérêt naturel et ses implications pour l'économie mondiale» – n'aurait pas pu être mieux choisi. Sous l'effet du resserrement des politiques monétaires de ces deux dernières années, les taux directeurs et les taux d'intérêt à long terme se sont éloignés de leurs plus bas historiques. Il existe des raisons de penser que certains des facteurs influençant structurellement les taux d'intérêt réels ont eux-mêmes changé de direction sur la période récente. Un vif débat s'est ouvert concernant l'évolution à venir des taux d'intérêt réels: renoueront-ils, à moyen terme, avec leurs niveaux d'avant la pandémie, ou bien resteront-ils plus élevés parce que le taux d'intérêt naturel ( $r^*$ ) a augmenté<sup>1</sup>?

Ces dernières années, le taux d'intérêt naturel est devenu un point de repère important pour la politique monétaire. L'écart entre les taux d'intérêt réels et le taux d'intérêt naturel constitue une indication de l'orientation de la politique monétaire d'une banque centrale. De ce fait, les estimations de  $r^*$  sont utiles à l'évaluation des options possibles en matière de politique monétaire. Toutefois, de grandes incertitudes entourent les estimations de  $r^*$ . Aujourd'hui, j'aimerais principalement évoquer la manière dont les responsables de la politique monétaire peuvent, malgré tout, utiliser concrètement ces estimations.

Je reviendrai d'abord brièvement sur l'évolution des taux d'intérêt réels au cours des dernières décennies. J'aborderai ensuite spécifiquement le concept de  $r^*$ . Enfin, j'expliquerai comment les banques centrales peuvent se servir du taux d'intérêt naturel pour évaluer l'orientation de leur politique monétaire, en m'arrêtant tout particulièrement sur la manière dont l'incertitude intrinsèque aux estimations de  $r^*$  peut être gérée. Je me fonderai à cet effet sur l'expérience de la Banque nationale suisse.

## **Les taux d'intérêt réels au cours des dernières décennies**

Que peut-on dire des tendances de long terme qu'ont connues les taux d'intérêt réels ces dernières décennies?

Dans la plupart des pays, les taux d'intérêt réels ont très fortement reculé. Sur le graphique 1, nous pouvons constater la baisse des taux d'intérêt réels à long terme en Corée du Sud, en Suisse et (représentée en gris) dans un certain nombre d'autres économies avancées durant les trente dernières années. Alors qu'ils atteignaient environ 4% dans les années 1990, les taux d'intérêt réels sont tombés légèrement en dessous de 0% au cours de la décennie qui a suivi la crise financière mondiale.

---

<sup>1</sup> Voir Benigno *et al.* (2024).

Comment cette tendance mondiale à la baisse peut-elle s'expliquer? Elle met essentiellement en évidence un recul du taux d'intérêt naturel et tient à des facteurs qui ont accru l'offre d'épargne ou diminué la demande d'investissement au fil du temps. Ceux qui ont été le plus étudiés ont trait à la baisse de la croissance potentielle, à la hausse de l'épargne-retraite et à un accroissement de la demande d'actifs sûrs.

Ces deux dernières années, les taux d'intérêt réels ont renoué avec des niveaux légèrement supérieurs à zéro. Ce retour en zone positive résulte principalement du resserrement de la politique monétaire dans de nombreux pays, mais il conduit aussi à se demander si le taux d'intérêt naturel a de nouveau augmenté. De fait, les facteurs structurels qui influencent les taux d'intérêt réels présentent des perspectives contrastées. La faiblesse de la croissance potentielle et l'allongement de l'espérance de vie portent à croire que ces taux pourraient rester bas. Cependant, d'autres éléments sont susceptibles d'entraîner une hausse durable: par exemple la baisse de l'épargne due à la part croissante de la population inactive; l'ampleur des déficits budgétaires; l'amélioration de la productivité grâce aux nouvelles technologies; ou encore les investissements de grande envergure dans la transition écologique. De mon point de vue, il est encore trop tôt pour savoir si une inversion de la tendance mondiale à la baisse des taux d'intérêt réels est déjà en cours. Suivre la situation de près n'en est pas moins essentiel pour les responsables de la politique monétaire. De fait, analyser les facteurs structurels est nécessaire pour mieux saisir les perspectives du taux d'intérêt naturel. Je me réjouis des discussions que nous aurons durant cette conférence et qui nous permettront d'approfondir notre compréhension de cette importante question.

## **Le taux d'intérêt naturel comme point de repère pour la politique monétaire**

Penchons-nous à présent sur le rôle de  $r^*$  comme point de repère pour la politique monétaire.

En quoi le taux d'intérêt naturel peut-il être un indicateur utile à la politique monétaire?  $r^*$  peut être envisagé comme le niveau du taux d'intérêt réel où la politique monétaire menée par une banque centrale n'est ni accommodante ni restrictive. Il s'agit en particulier du taux compatible avec une inflation stable et une résorption de l'écart de production à moyen terme. Forgé à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle<sup>2</sup>, le terme est réapparu dans les années 1990, notamment parce que la plupart des banques centrales ont alors décidé d'axer leur politique monétaire sur le pilotage des taux d'intérêt à court terme.

À l'instar d'autres concepts d'équilibre tels que la production potentielle ou le cours de change d'équilibre,  $r^*$  ne peut être directement observé, il doit être estimé. Les estimations empiriques de  $r^*$  doivent remplir les deux critères suivants: ne pas être affectées par les fluctuations cycliques et à court terme des agrégats économiques; et ne pas dépendre de la

---

<sup>2</sup> Voir Wicksell (1898).

politique monétaire, conformément au principe de la neutralité de la monnaie à long terme<sup>3</sup>. Elles ne devraient donc refléter que les changements réels et à long terme – c'est-à-dire structurels – de l'économie.

À la BNS, nous avons recours à un large éventail de modèles pour estimer  $r^*$ . Certains se fondent sur la croissance potentielle comme déterminant de  $r^*$ , tandis que d'autres établissent une distinction entre facteurs locaux et internationaux. Pour évaluer  $r^*$ , nous utilisons aussi les anticipations des marchés financiers concernant l'évolution des taux d'intérêt réels sur le long terme. Le graphique 2 présente une fourchette d'estimations produites par ces modèles pour la Suisse. La tendance à la baisse de  $r^*$  en Suisse est semblable à celle que l'on observe dans d'autres pays. Si la fourchette d'estimations était assez étroite avant la pandémie de Covid-19, elle s'est élargie depuis.

Les estimations de  $r^*$  sont entourées de très fortes incertitudes. J'aimerais en mentionner deux types. Le premier renvoie au choix du «bon» modèle. Le graphique 2 nous montre en effet que les modèles produisent parfois des estimations très différentes. Le second type d'incertitude est l'incertitude statistique propre à l'estimation issue d'un modèle en particulier, dont témoigne la largeur parfois importante des intervalles de confiance<sup>4</sup>.

Les incertitudes entourant les estimations de  $r^*$  en compliquent l'utilisation dans le cadre de la politique monétaire. Ne pas intégrer le taux d'intérêt naturel dans les considérations pratiques de politique monétaire n'en serait pas moins une erreur.

## **$r^*$ incertain et décisions de politique monétaire**

Comment les responsables de la politique monétaire peuvent-ils gérer, dans la pratique, les incertitudes entourant les estimations de  $r^*$ ? C'est à cette question que je vais à présent tenter de répondre. Pour cela, je commencerai par évoquer la manière dont on peut établir une valeur de  $r^*$  susceptible d'être utile à la politique monétaire en dépit des incertitudes qui y sont attachées. J'expliquerai ensuite la manière dont le cadre de politique monétaire de la BNS de même que notre approche de gestion des risques nous permettent de gérer ces incertitudes.

### **Estimation de $r^*$ pertinente pour la politique monétaire**

Compte tenu du degré élevé d'incertitude statistique entourant les estimations du taux d'intérêt naturel, il est important de parvenir à une évaluation de  $r^*$  qui soit suffisamment solide pour servir à la politique monétaire. Nommons-la «estimation de  $r^*$  pertinente pour la politique monétaire». Comment la déterminer? Il ne s'agit pas de calculer simplement la moyenne de toutes les estimations produites par les différents modèles, mais plutôt d'établir une valeur fondée sur le jugement des experts. D'un côté, cette estimation devrait

---

<sup>3</sup> Selon certains, la politique monétaire elle-même pourrait être la cause de la tendance constante à la baisse qu'a connue  $r^*$ . Voir Schnabel (2024) pour une vue d'ensemble des arguments allant dans ce sens.

<sup>4</sup> Voir Benigno *et al.* (2024) pour une quantification des incertitudes cumulées (précision statistique et choix du modèle) concernant les États-Unis et la zone euro.

correspondre au plus large consensus possible entre nos différents modèles; de l'autre, elle devrait aussi tenir compte d'informations extérieures à ces modèles, telles que l'évaluation des facteurs structurels des taux d'intérêt réels qui ne peuvent pas être correctement inclus dans les modèles de  $r^*$ . En outre, il convient d'effectuer une évaluation réaliste de la distribution des risques entourant l'estimation de  $r^*$  pertinente pour la politique monétaire.

Permettez-moi à présent de développer plus en détail ces différents points.

Notre approche, qui consiste en un ensemble de modèles de  $r^*$ , est essentielle à l'établissement d'une estimation pertinente du taux d'intérêt naturel pour la politique monétaire. Elle nous permet de prendre en compte des modèles macroéconomiques et des méthodes d'estimation différents. Elle assure en outre une protection contre le risque de voir certains modèles aboutir à des évaluations erronées de  $r^*$ . Dans un premier temps, une bonne compréhension des divers facteurs structurels de  $r^*$  propres à chaque modèle aide à juger de la plausibilité des estimations. Les incertitudes relatives à  $r^*$  peuvent être réduites sur la base du jugement des experts afin de retenir uniquement les modèles les plus plausibles et d'écarter ceux qui sont jugés moins fiables dans certaines situations.

J'aimerais ici évoquer un cas récent où nous nous sommes fondés sur le jugement des experts pour écarter les résultats de certains modèles. Comme l'indique clairement la littérature<sup>5</sup>, les fluctuations exceptionnelles des données macroéconomiques au début de la pandémie de Covid-19 ont entraîné des variations considérables des estimations de  $r^*$  dans les variantes du modèle de Laubach et Williams. Notre analyse a montré que nous ne devons pas utiliser ces modèles durant cette période.

Dans un deuxième temps, nous filtrons, à l'aide d'une mesure statistique robuste (telle qu'une médiane), l'ensemble des estimations produites par les modèles retenus à l'issue de la première étape, ce qui permet d'éliminer certaines des variations non systématiques que des estimations aberrantes pourraient causer.

L'établissement d'une estimation de  $r^*$  pertinente pour la politique monétaire nécessite aussi de recouper le résultat obtenu à l'issue de la deuxième étape avec un plus large éventail d'indicateurs. Ainsi, dans un environnement où les taux d'intérêt réels sont faibles ou en baisse, mais où l'inflation reste contenue et où il n'y a pas eu d'essor de la production, on peut s'attendre à ce que le taux d'intérêt naturel soit bas. Les années qui ont suivi la crise financière mondiale en sont un bon exemple. Durant cette période, les taux d'intérêt réels ont connu des plus bas historiques dans de nombreuses économies; en Suisse, ils sont même descendus dans la zone négative, alors que l'inflation restait faible et qu'aucun essor de la production n'était observé. Nous avons donc de bonnes raisons de penser que le taux d'intérêt naturel avait diminué, comme l'indiquaient nos estimations.

Enfin, il est également important du point de vue de la politique monétaire de bien évaluer les incertitudes entourant notre estimation de  $r^*$  pertinente pour la politique monétaire. Il nous

---

<sup>5</sup> Voir Holston, Laubach et Williams (2023).

faut comprendre où nous pourrions le plus probablement faire erreur, et pourquoi. Là encore, bien saisir les facteurs influençant structurellement les estimations de  $r^*$  est essentiel pour évaluer ces incertitudes.

Penchons-nous maintenant sur le rôle que joue l'estimation pertinente de  $r^*$  dans le cadre de notre processus de politique monétaire. D'abord, elle constitue un élément important de notre évaluation des conditions monétaires actuelles. Sur le plan des taux d'intérêt, la politique monétaire est restrictive si les taux d'intérêt réels dépassent  $r^*$ , et expansionniste s'ils sont inférieurs à  $r^*$ . Cependant, d'autres facteurs, tels que les cours de change réels, jouent aussi un rôle important dans notre évaluation. Ensuite, l'écart entre les taux d'intérêt réels et  $r^*$  est une donnée indispensable pour établir nos prévisions d'inflation et donc pour jauger les pressions inflationnistes à moyen terme.

Si l'estimation de  $r^*$  pertinente pour la politique monétaire joue un rôle important dans l'évaluation du degré de resserrement monétaire dans l'absolu, il faut souligner que l'évolution des conditions monétaires d'un trimestre à l'autre pourrait être évaluée plus ou moins indépendamment des variations potentielles de  $r^*$ . La définition de  $r^*$  en tant que valeur d'équilibre à long terme implique que le taux d'intérêt naturel n'évolue que lentement<sup>6</sup>. Les variations des conditions monétaires d'un trimestre à l'autre peuvent donc être évaluées en observant simplement l'évolution des taux d'intérêt réels.

Compte tenu de l'importance du taux d'intérêt naturel dans les décisions de politique monétaire, quelle devrait être notre communication sur le sujet? Étant donné le degré élevé d'incertitude qui entoure ces estimations, publier un chiffre précis pourrait être trompeur. À l'inverse, communiquer un large éventail de chiffres pourrait donner à tort l'impression que nous ne disposons que de très peu d'informations sur l'orientation de notre politique monétaire. Il convient aussi de garder à l'esprit que  $r^*$  constitue seulement l'un des éléments des conditions monétaires, lesquelles sont également influencées par les cours de change, un ensemble plus large de taux d'intérêt et d'autres facteurs encore. Quoiqu'il en soit, une communication transparente s'avère souvent utile, et cela concerne aussi  $r^*$ . C'est la raison pour laquelle nous nous exprimons régulièrement, à l'occasion de discours ou de conférences de presse, sur l'évolution des taux d'intérêt réels à long terme, notamment si notre évaluation fait l'objet de modifications plus fondamentales<sup>7</sup>.

Les incertitudes qui entourent l'estimation de  $r^*$  pertinente pour la politique monétaire pouvant être réduites jusqu'à un certain point mais pas totalement éliminées, voyons maintenant comment la mise en œuvre d'une approche de gestion des risques nous permet de gérer les incertitudes résiduelles<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Il faut distinguer la définition de  $r^*$  dont il est question ici d'autres concepts d'équilibre influencés par des variations cycliques. Par exemple, dans Woodford (2003), le taux naturel correspond au taux d'intérêt réel à court terme dans une économie qui ne présente pas de rigidités nominales, mais qui est soumise aux fluctuations conjoncturelles. Cette mesure de  $r^*$  peut varier sensiblement d'une période à l'autre sous l'effet de chocs.

<sup>7</sup> Voir Jordan (2019, 2022a).

<sup>8</sup> Voir Jordan (2022b, 2023).

## **Approche de gestion des risques pour les décisions de politique monétaire**

Une approche axée sur la gestion des risques prend en compte l'existence d'incertitudes et requiert qu'une décision de politique monétaire soit appropriée dans différents scénarios. Il est donc important de cerner correctement tous les scénarios probables.

Dans le cas précis des incertitudes propres à  $r^*$ , il est indispensable de bien comprendre les implications que peuvent avoir des erreurs de politique monétaire sur les perspectives d'inflation. Ainsi, une surestimation de  $r^*$  risque de conduire à une révision à la baisse de la prévision d'inflation pour une trajectoire donnée de taux d'intérêt. À l'inverse, une sous-estimation de  $r^*$  risque de conduire à une révision à la hausse. Les coûts et bénéfices de différentes options de politique monétaire doivent être analysés pour chaque trajectoire plausible de l'inflation. La décision de politique monétaire devrait alors avoir pour but la réalisation de notre objectif de stabilité des prix dans un large éventail de scénarios possibles.

Prenons l'exemple de notre dernier examen de la situation économique et monétaire, en mars, à l'issue duquel nous avons abaissé notre taux directeur de 25 points de base, à 1,5%. Sur le graphique 3, nous pouvons voir que notre dernière prévision d'inflation conditionnelle fait état d'une inflation à moyen terme d'environ 1%. Dans l'hypothèse où  $r^*$  aurait augmenté, cette prévision pourrait être revue à la hausse. Deux questions importantes se posent ici.

Premièrement, quelle est la probabilité de réalisation de ce scénario? Selon nous, les risques d'une sous-estimation de  $r^*$  étaient limités. Deuxièmement, notre décision d'abaisser le taux directeur de la BNS produirait-elle toujours un résultat acceptable si  $r^*$  était en réalité plus élevé que nous ne le pensions? La réponse était oui. Nous avons jugé que, même dans le cas où  $r^*$  serait un peu plus élevé, notre prévision d'inflation resterait dans la plage de stabilité des prix à moyen terme. En outre, si les risques à la hausse en ce qui concerne l'inflation devaient se concrétiser, cela serait très probablement associé à une dépréciation du franc suisse, que nous pourrions contrer en vendant des devises.

En résumé, il est essentiel que les banques centrales adoptent une approche de gestion des risques pour gérer efficacement les incertitudes. En définitive, ces décisions sont guidées par notre mandat, qui consiste à garantir la stabilité des prix. Avant de terminer cet exposé, je souhaiterais revenir sur la manière dont la définition de la stabilité des prix qu'utilise la BNS dans sa politique monétaire l'aide aussi à gérer les incertitudes, y compris celles qui concernent le taux d'intérêt naturel.

## **Stratégie de politique monétaire flexible**

Dans le cadre de notre stratégie de politique monétaire, nous définissons la stabilité des prix comme une hausse des prix à la consommation inférieure à 2% par an. La déflation (c'est-à-dire la baisse des prix durant une période prolongée) constitue, au même titre qu'une inflation plus élevée que souhaité, une rupture par rapport à l'objectif de stabilité des prix. Nous ne fixons pas d'objectif d'inflation précis et nous ne visons donc pas de valeur spécifique comprise entre 0 et 2%. En outre, nous nous concentrons sur les perspectives d'inflation à

moyen terme, ce qui signifie qu'une inflation négative ou supérieure à 2% peut être temporairement tolérée. Notre définition nous permet de réagir de manière flexible aux chocs externes et de peser les coûts et les bénéfices d'autres mesures de politique monétaire. En tant que petite économie ouverte, la Suisse est fortement exposée aux perturbations extérieures.

Notre définition de la stabilité des prix en tant que plage plutôt que chiffre cible permet aussi de gérer les incertitudes liées à  $r^*$ . Revenons, en guise d'illustration, à notre dernière décision de politique monétaire. Comme le montre le graphique 3, notre dernière prévision d'inflation conditionnelle fait état d'une inflation comprise entre 1% et 1,5%. Elle se fonde sur l'hypothèse que le taux directeur de la BNS reste constant, à 1,5%, sur toute la période de prévision. Elle tient également compte de notre estimation de  $r^*$ , à 0% environ. Il existe actuellement de bonnes raisons de penser que  $r^*$  a quelque peu augmenté, ou pourrait augmenter dans les prochaines années. Cela crée selon nous un léger risque à la hausse pour la prévision d'inflation. Si ce risque devait se concrétiser, notre politique monétaire serait plus accommodante que souhaité. L'inflation pourrait donc être légèrement plus forte à moyen terme que nous ne le prévoyons aujourd'hui. Comme nous pouvons laisser l'inflation fluctuer à l'intérieur de la plage de stabilité des prix, l'orientation actuelle de notre politique monétaire resterait très probablement compatible avec la stabilité des prix, même si  $r^*$  était un peu plus élevé. Ainsi, utiliser une plage de stabilité des prix pour juger de l'inflation nous donne davantage de temps pour évaluer correctement les variations potentielles de  $r^*$ .

Pour résumer, notre définition de la stabilité des prix repose sur l'idée qu'une fourchette de valeurs est acceptable pour le taux d'inflation. Cela rend aussi moins problématiques de petites erreurs dans notre appréciation de  $r^*$  ou d'autres facteurs affectant les prévisions d'inflation. À l'inverse, viser un chiffre précis limiterait notre flexibilité dans la gestion de ces incertitudes. Bien entendu, cela ne veut pas dire que plus la plage de stabilité des prix est large, meilleurs sont les résultats. Il y a un arbitrage à faire entre une plage plus large, qui permet une plus grande flexibilité dans la politique monétaire, et une plage plus étroite, qui tend à améliorer l'ancrage des anticipations d'inflation. En Suisse, notre expérience montre qu'une fourchette d'inflation comprise entre 0 et 2% fonctionne bien à cet égard<sup>9</sup>.

## Conclusion

J'en arrive maintenant à la conclusion de cet exposé. Le taux d'intérêt naturel est un point de repère important pour la politique monétaire. Cependant, il n'est pas directement observable mais doit être estimé sur la base de données. Bien que ces estimations soient entourées d'incertitudes parfois considérables, ne pas en tenir compte dans les considérations pratiques de politique monétaire constituerait une erreur. Que peuvent faire concrètement les banques centrales pour gérer ces incertitudes? À la BNS, une tâche importante de nos économistes consiste à transformer les estimations incertaines produites par les modèles en une valeur de  $r^*$  qui soit utilisable par les responsables de la politique monétaire. Cette estimation joue un

---

<sup>9</sup> Voir Jordan (2022a), Tschudin et Lenz (2023).



rôle important dans nos décisions de politique monétaire. Par ailleurs, notre approche de gestion des risques en matière de politique monétaire garantit que nos décisions sont appropriées dans un certain nombre de scénarios.

Une bonne compréhension des fondamentaux de  $r^*$  est importante en la matière. Pour ce faire, nous nous appuyons sur les travaux des chercheurs des banques centrales et du monde universitaire. Je me réjouis à l'avance des présentations et des discussions enrichissantes auxquelles cette conférence nous donnera l'occasion d'assister sur ce sujet d'une grande importance.

## Bibliographie

Benigno, G., B. Hofmann, G. Nuño Barrau et D. Sandri (2024), «Quo vadis,  $r^*$ ? The natural rate of interest after the pandemic», *BIS Quarterly Review*, 4 mars.

Grishchenko, O., S. Mouabbi et J. Renne (2019), «Measuring inflation anchoring and uncertainty: A U.S. and Euro area comparison», *Journal of Money, Credit and Banking*, 51(5), 1053–1096.

Jordan, T. (2019), «Une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays», exposé à la 111<sup>e</sup> Assemblée générale ordinaire des actionnaires de la Banque nationale suisse, Berne, 26 avril.

Jordan, T. (2022a), «Politique monétaire et nouvelles contraintes: les défis de la Banque nationale suisse», exposé au Jackson Hole Economic Policy Symposium, Jackson Hole, 27 août.

Jordan, T. (2022b), «Decision-making under uncertainty: The importance of pragmatism, consistency and determination», exposé à la SNB-FRB-BIS High-Level Conference on Global Risk, Uncertainty, and Volatility, Zurich, 8 novembre.

Jordan, T. (2023), «Policy-making under uncertainty: The importance of maintaining a medium-term orientation», exposé à la SNB-FRB-BIS High-Level Conference on Global Risk, Uncertainty, and Volatility, Zurich, 14 novembre.

Holston, K., T. Laubach et J. C. Williams (2023), «Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19», *Staff Reports 1063*, Banque de Réserve fédérale de New York.

Schnabel, I. (2024), «R(ising) star?», exposé à la The ECB and its Watchers XXIV Conference, Francfort, 20 mars.

Tschudin, P. et C. Lenz (2023), «BNS: une stratégie de politique monétaire à l'épreuve du temps», *La Vie économique*, 2 novembre.

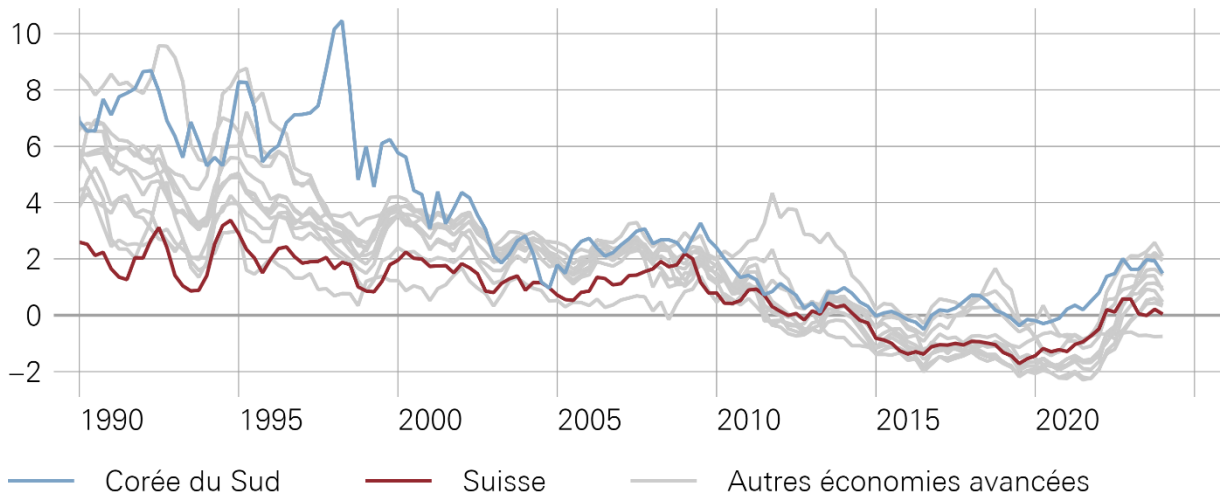
Wicksell, K. (1898), *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, Jena.

Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.

## Graphique 1

### TAUX D'INTÉRÊT RÉELS

Données trimestrielles, rendements en % des obligations d'État à 10 ans



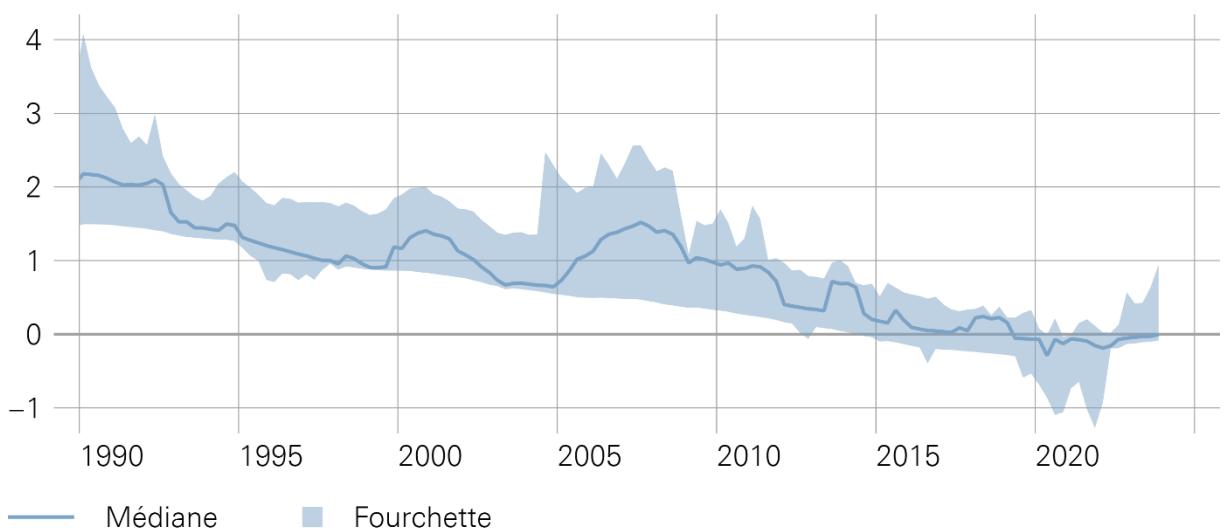
Note: le taux d'intérêt réel à 10 ans correspond à la différence entre le rendement des obligations d'État à 10 ans et une mesure des anticipations d'inflation à 10 ans, sur la base du modèle proposé par Grishchenko, Mouabbi et Renne (2019).

Sources: LSEG Datastream, calculs de la BNS.

## Graphique 2

### SUISSE: FOURCHETTE ET MÉDIANE DES ESTIMATIONS DE $r^*$

En %



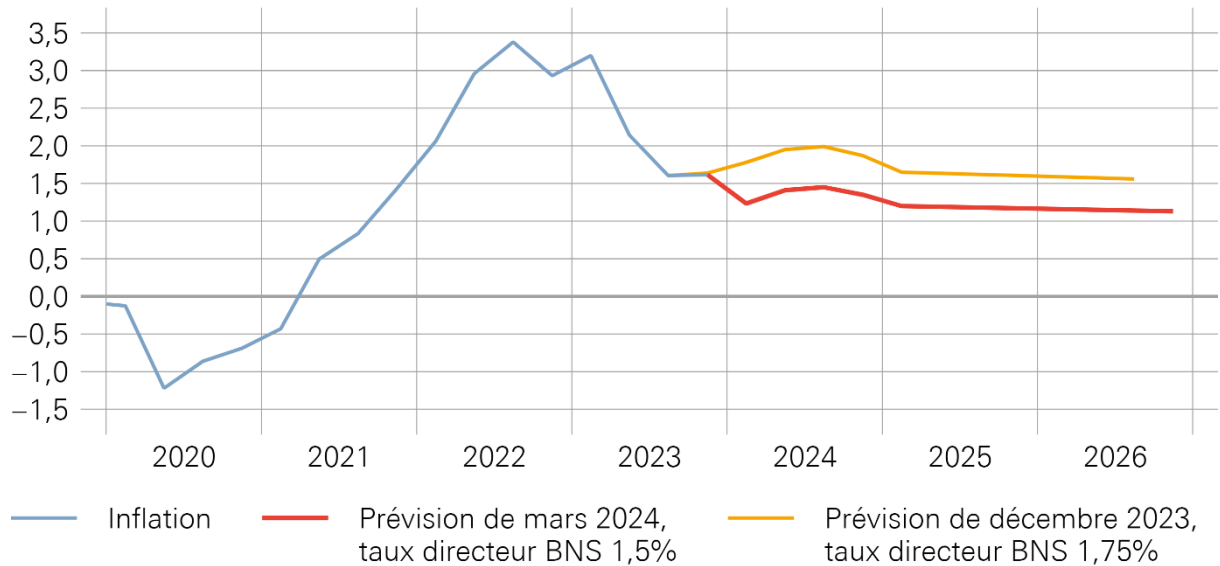
Note: la fourchette correspond à l'intervalle entre l'estimation la plus élevée et l'estimation la plus basse de  $r^*$  pour chaque trimestre.

Source: BNS.

### Graphique 3

## PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2024

Variation en % de l'indice suisse des prix à la consommation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.