

**L'euro:  
premières évaluations**

Jean-Pierre Roth  
Vice-président de la Direction générale  
de la Banque nationale suisse

Assemblée générale de la  
Chambre de Commerce et d'Industrie du Jura

Saignelégier, le 18 mai 1999

L'euro a vu le jour il y a cinq mois à peine. Comme il faut normalement des années jusqu'à ce qu'une nouvelle monnaie se forge un caractère, ou plus précisément une réputation sur les marchés, l'établissement d'un premier bilan, après si peu de temps, ne peut être que provisoire. De même, des prévisions basées sur une expérience si courte sont forcément largement spéculatives. Ces réserves présentes à l'esprit, permettez-moi de vous présenter mon appréciation de ces premiers mois d'existence de la monnaie unique.

### **Pas d'appréciation du franc suisse**

L'introduction de l'euro a commencé à préoccuper les marchés financiers bien avant janvier 1999. Investisseurs, banques commerciales, banques centrales, institutions financières internationales, tous avaient formé leurs attentes et leurs stratégies concernant la nouvelle monnaie européenne depuis deux ans déjà. La Banque nationale, elle aussi, avait réfléchi à l'impact probable de l'euro sur l'économie suisse et à la réponse monétaire qu'elle pourrait donner à d'éventuelles perturbations des marchés.

Durant la phase de mise en place de la monnaie unique, le scénario jugé le plus probable par les observateurs était que l'introduction de l'euro serait liée à une grande incertitude qui risquerait de causer des turbulences. La phase initiale serait donc caractérisée par une volatilité relativement prononcée des relations de change. Après cette première période incertaine, l'euro s'établirait comme monnaie forte et stable, en raison des dispositions institutionnelles du Traité de Maastricht et de l'important surplus de la balance courante de la zone euro.

Ce scénario ne s'est pas réalisé, l'introduction de l'euro s'est passée en douceur et n'a pas entraîné de turbulences particulières sur les marchés. En fait, la nervosité observée l'an dernier sur les marchés financiers n'était pas due à l'euro mais aux difficultés financières de certains pays émergents. La phase d'introduction de la monnaie unique s'est donc mieux déroulée que prévu.

En ce qui concerne le développement des marchés au cours des derniers mois, les choses ont aussi pris une tournure inattendue. La prévision d'un euro fort face au dollar ne s'est pas vérifiée pour l'instant. Au contraire, l'euro a fait preuve de faiblesse par rapport à la devise américaine en reculant d'environ 9% depuis le début de l'année. Ce repli n'est pas inexplicable, on peut l'attribuer aux différences conjoncturelles entre les Etats-Unis et la zone euro. Alors que l'Amérique est entrée dans la neuvième année d'une croissance toujours remarquablement vigoureuse, un ralentissement significatif de la conjoncture se fait sentir depuis l'automne dernier en Europe. Les perspectives étaient ainsi à la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis alors qu'un potentiel de baisse existait en Europe.

Pour les Européens, la faiblesse conjoncturelle de l'euro par rapport au dollar est toutefois perçue comme un problème car elle ne facilite pas l'établissement de la réputation de la nouvelle monnaie sur les marchés. Quelle que soit l'origine du fléchissement de l'euro, la Banque centrale européenne a été placée dans un environnement qui ne lui a pas permis de déployer de manière convaincante sa stratégie monétaire.

La meilleure preuve que les marchés sont d'abord sous l'emprise d'un dollar fort est la stabilité extraordinaire qui est apparue entre l'euro et le franc suisse, monnaie traditionnellement forte et même monnaie refuge. Depuis le début de l'année, la relation entre l'euro et le franc oscille entre 1,5877 et 1,6185. Il s'agit là d'une bande de fluctuation extrêmement étroite, puisque la différence entre le cours le plus fort et le plus faible ne s'élève qu'à 1,9%. Pour mieux illustrer le degré de stabilité entre les deux monnaies, rappelons que la bande de fluctuation maximale permise entre la couronne danoise et l'euro, dans le cadre du SME II, est de 4,5%. Soulignons encore que la volatilité du taux de change entre le franc et l'euro pendant les cinq premiers mois de cette année n'a été que les deux tiers de celle que l'on pouvait observer entre le franc et le mark durant l'année 1998.

Le degré élevé de stabilité entre le franc et l'euro a surpris, il ne manque pourtant pas de raisons pour expliquer ce phénomène. L'économie suisse est si fortement intégrée dans l'économie européenne que notre cycle conjoncturel coïncide pratiquement avec celui de la zone euro, et plus particulièrement avec celui du "noyau" de la zone euro, l'Allemagne et la France. A l'instar de ces pays, la reprise économique en Suisse a

débuté en 1997 et fut d'abord portée par les exportations. Puis, en 1998, la croissance se renforça tout en s'appuyant davantage sur la demande intérieure. Actuellement, on constate un ralentissement de la croissance aussi bien en Suisse que dans l'Europe environnante. Une légère amélioration conjoncturelle n'est attendue que pour la deuxième moitié de l'année. Tout comme les divergences conjoncturelles avec les Etats-Unis ont causé une dépréciation de l'euro et du franc suisse par rapport au dollar, le parallélisme des conjonctures entre la Suisse et ses voisins renforce la stabilité du cours franc/euro.

A mon avis cependant, le parallélisme conjoncturel à lui seul ne suffit pas pour expliquer le degré de stabilité du taux de change. La convergence des politiques monétaires suisse et européenne joue un rôle tout aussi important. En effet, la politique des deux banques centrales se ressemble tant au niveau des objectifs que de la stratégie. Les deux banques ont pour objectif la stabilité des prix. Dans le cas de la Banque centrale européenne (BCE), ce but est explicitement fixé dans le Traité de Maastricht. Le mandat de la Banque nationale, quant à lui, n'est pas aussi explicite, mais il fut toujours interprété de manière à donner priorité à la stabilité des prix. En outre, le cadre institutionnel permet aux deux banques centrales de mener leur politique de manière indépendante. Au niveau de la stratégie, les deux banques mettent l'accent sur le développement des agrégats monétaires tout en tenant compte d'autres indicateurs tels que l'état de la conjoncture et la situation sur les marchés financiers.

Une convergence dans l'action et dans les situations ont conduit les marchés à considérer le franc et l'euro comme des monnaies proches.

### **L'utilisation de l'euro en Suisse: les premiers pas**

Si les premières expériences avec l'euro sont particulièrement positives du point de vue de la politique monétaire suisse, qu'en est-il de l'usage de l'euro dans notre pays? La monnaie unique est-elle en train de s'établir comme monnaie parallèle? Selon les observations faites jusqu'ici et selon une enquête auprès des entreprises, ceci n'est

pas le cas. L'euro ne semble gagner du terrain que - et encore modestement - dans les secteurs tournés vers l'extérieur.

On peut toutefois constater un nombre croissant de comptes en euros auprès des banques. Ces comptes sont utiles dans le cadre de la gestion de fortune car ils permettent la bonification d'intérêts ou des remboursements en provenance de la zone euro en évitant des frais lors d'un réinvestissement en euros. Ils ont aussi l'avantage, contrairement aux anciens comptes en monnaies étrangères, d'être rémunérés.

De nombreux comptes en euros ont également été ouverts par des entreprises exportatrices. Vu les relations économiques étroites entre la Suisse et la zone euro, les exportations suisses vers les pays européens se factureront de plus en plus en euros. Par ailleurs, certaines entreprises exportatrices souhaitent s'approvisionner de manière croissante dans l'Euroland ou payer leurs fournisseurs en euros également. Ainsi, les effets d'éventuels mouvements du taux de change sur les marges sont neutralisés, du moins partiellement, car les possibilités des entreprises exportatrices de régler leurs dépenses en euros ne sont pas illimitées. En particulier, les charges salariales forment une part difficilement compressible des coûts de production libellés en francs. A notre connaissance, rien n'a bougé dans ce domaine en dépit de déclarations souvent fracassantes avant l'arrivée de l'euro. C'est bien ainsi car nos entreprises exportatrices doivent gérer activement le risque de change et ne pas chercher à le repousser vers le bas du processus de production.

Finalement, on ne peut s'attendre à ce que la monnaie européenne devienne un moyen de paiement largement accepté avant que l'euro existe sous forme de numéraire. Ceci ne sera le cas qu'à partir de 2002. Le double affichage des prix dans certains hôtels, restaurants et magasins dans les régions touristiques pourra alors devenir usuel.

Les choses bougent lentement en Suisse, mais elles bougent tout aussi lentement dans les pays de l'Euroland. L'euro est encore largement inconnu du public. Celui-ci ne commencera à opérer en euros que lorsque les monnaies nationales seront en voie de disparition.

## **Le fonctionnement hésitant de la Banque centrale européenne**

Revenons maintenant à la Banque centrale européenne et à sa politique. Pour nous, Suisses, l'expérience de ces premiers mois d'activité de la Banque centrale européenne a été positive. Mais il faut reconnaître que cette période n'a pas été facile pour les nouvelles autorités de Francfort et que certains points d'interrogation subsistent.

Tout d'abord, la BCE a repris le flambeau monétaire à un moment où la conjoncture en Europe commençait à s'affaiblir. Le taux de chômage européen demeure très élevé et n'a reculé que de peu pendant la courte phase de croissance précédente. Dans beaucoup de domaines, les réformes structurelles nécessaires à la création d'emplois n'ont été que partiellement entreprises ou sont restées des vœux pieux. Dans ces conditions, le risque de voir surgir des pressions politiques sur la nouvelle Banque centrale européenne pour qu'elle adopte une politique pro-cyclique était bien présent. Pourtant, dans le but de prévenir ce genre de pressions, le dernier acte des banques centrales nationales de la zone euro avait été de baisser les taux d'intérêt en décembre dernier. Malgré cela, la pression politique n'a pas manqué de se manifester. Les interventions de l'ancien ministre des finances allemand, Lafontaine, ont largement paralysé la nouvelle banque centrale soucieuse d'établir sa réputation. Depuis le remaniement du gouvernement allemand par contre, les relations entre la BCE et les instances politiques se sont normalisées.

Le fait que la BCE ait été l'objet d'attaques politiques n'est pas surprenant en raison du déséquilibre que présentent aujourd'hui les institutions européennes. En effet, au niveau européen, la BCE a la responsabilité de mener la politique monétaire commune mais, en face d'elle, ne se trouve pas de gouvernement européen en charge de la politique macroéconomique. Ce déséquilibre institutionnel - unique dans l'organisation des pays industrialisés - place, et placera toujours, la BCE dans une situation politique difficile à moins d'un très fort soutien des gouvernements nationaux. Ce soutien risque justement de manquer lorsque la situation économique est difficile.

Au-delà de ces difficultés inhérentes à la construction de la BCE, il est tout à fait normal qu'une institution nouvellement créée passe par une phase d'apprentissage.

Ceci est d'autant plus compréhensible quand il s'agit d'une institution internationale formée par onze pays membres, avec des "postes extérieurs" (les banques centrales nationales) dans chaque pays et avec des collaborateurs provenant de tous ces différents pays.

De surcroît, la BCE exerce ses fonctions dans des circonstances particulièrement difficiles. Elle doit mener la politique monétaire pour les onze membres de l'Union monétaire à l'aide d'instruments nouveaux et sans disposer d'expérience sur les mécanismes macroéconomiques de fonctionnement de la zone. En outre, avec l'introduction d'une monnaie unique, des relations économiques valables hier encore peuvent déjà ne plus l'être aujourd'hui. Dans ces circonstances, flexibilité et pragmatisme sont de rigueur car les connaissances antérieurement acquises doivent continuellement être remises en question. Ceci est une nécessité et n'a rien à voir avec un manque de principes, mais c'est forcément un handicap dans l'acquisition de la crédibilité à l'égard des marchés.

L'autorité de la BCE n'est pas encore fermement établie. Ceci est compréhensible mais doit nous inciter à la prudence même si, sur la tendance, existent de nombreux facteurs de convergence.

### **Des perspectives encourageantes**

Tournons maintenant le regard vers l'avenir. Quelles sont les perspectives de la Banque centrale européenne et de l'euro, et plus précisément, qu'attendre du taux de change entre le franc suisse et l'euro?

En ce qui concerne le fonctionnement de la Banque centrale européenne, la coopération accrue au sein de la zone euro conduira à une convergence renforcée des situations économiques. Dans ce processus, l'apparition de conflits d'intérêts, de frictions ne peut être exclue mais, sur la durée, une plus grande cohésion est à attendre. Côté technique, la Banque continuera à gagner expérience et connaissances en matière de politique monétaire dans la zone euro. Avec le possible élargissement de la zone euro à d'autres membres de l'Union européenne ou à d'autres membres, de nouvelles

difficultés surviendront qui devront être surmontées par les institutions existantes ou par leur adaptation. N'oublions pas que tous les régimes monétaires nationaux ont évolué au fil des expériences et du temps.

Les relations entre la BCE et les instances politiques dépendront largement de l'évolution conjoncturelle. Certains attendent de la politique monétaire qu'elle remette l'Europe sur le chemin de la croissance. La capacité des autorités monétaires est limitée à cet égard car la création de nouveaux emplois passe, aujourd'hui, plus par la création d'un climat de confiance, par la flexibilisation du marché du travail, par des politiques fiscales saines, que par la stimulation monétaire. La récente baisse des taux en Europe a d'ailleurs créé des conditions très favorables à cet égard. Si le relais des ajustements structurels n'intervient pas, le bénéfice de la baisse des taux se diluera largement.

Un manque d'allant dans les efforts de flexibilisation des économies européennes pourrait donc rester un poids pour la valeur de l'euro, même si l'Euroland est en mesure de générer un surplus extérieur important. La capacité de l'euro de s'imposer comme monnaie de référence dépendra finalement du succès des réformes structurelles et des perspectives de croissance européennes.

En ce qui concerne la relation franc/euro - si importante pour notre économie - je ne m'attends pas à des changements abrupts. Certes, il n'est pas garanti que la valeur de l'euro fluctuera toujours dans une bande étroite comme jusqu'à présent, mais la convergence des facteurs fondamentaux de la Suisse et de la zone euro devrait assurer une relative stabilité du change. Il convient aussi de reconnaître que nous sommes confrontés aux mêmes problèmes que nos voisins et que nous avons souvent les mêmes difficultés qu'eux à apporter à nos difficultés des solutions adéquates. Cette communauté de destin conduit à la convergence monétaire.

### **Conclusion: confiance et vigilance**

L'introduction de l'euro s'est déroulée en douceur. Les marchés sont demeurés calmes, la relation entre le franc et l'euro a fait preuve d'une remarquable stabilité.

L'euphorie initiale a quelque peu été atténuée par la baisse de l'euro face au dollar et par le débat public sur la politique des taux d'intérêt de la BCE.

Les choses se sont maintenant stabilisées. La relation entre l'euro et le dollar s'est adaptée aux perspectives économiques différentes de part et d'autre de l'Atlantique et la récente baisse des taux européens a mis un terme aux spéculations sur la politique de la BCE.

D'un point de vue suisse, les premières expériences avec l'euro sont positives. La monnaie unique commence à être utilisée comme unité de compte. Les développements dans ce domaine seront peu marqués tant que l'euro ne sera pas un moyen de paiement utilisé par le grand public. L'utilisation de l'euro en Suisse semble se développer au même rythme lent que dans les pays de l'Euroland eux-mêmes.

L'expérience positive de ces derniers mois contribue à renforcer notre confiance dans la stabilité future de la relation entre le franc et l'euro. A cet égard, ce sont d'abord les éléments fondamentaux des économies concernées qui joueront un rôle essentiel. La large convergence des situations et des perspectives économiques entre la Suisse et ses voisins est la meilleure garantie du maintien d'une situation de relative stabilité.

L'expérience de quelques mois est toutefois trop courte pour tirer des conclusions définitives. La conduite de la politique monétaire dans la zone euro est une entreprise délicate en raison des différences économiques régionales et l'action de la BCE reste sous l'attention critique des marchés et de la politique.

Dans ces conditions, la vigilance s'impose à tous niveaux. Au niveau des entreprises, qui doivent se garder de l'illusion que le risque de change entre le franc et l'euro a maintenant disparu. Au niveau de la Banque nationale, évidemment, pour qui l'incertitude de l'environnement européen reste une composante importante de son appréciation de situation.