

Conférence de presse semestrielle, Berne, 17 juin 1999

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

En dépit d'intenses travaux préparatoires, l'introduction de la monnaie unique comportait de nombreuses incertitudes non seulement pour les pays concernés, mais aussi pour les marchés financiers internationaux. Des bouleversements sur les marchés financiers étaient peu probables, mais on craignait que la nouvelle monnaie européenne ne conduise à des transferts importants de capitaux. Après un peu moins de six mois d'expérience, on peut constater que cette introduction n'a pas engendré les déséquilibres redoutés. En Suisse également, les marchés de l'argent, des capitaux et des changes n'ont pas été perturbés par l'apparition de l'euro. Les variations de l'euro face au franc se sont tenues dans une bande relativement étroite. Jusqu'ici, la relation entre le franc et l'euro a été plus stable que ce que nous avons l'habitude d'observer entre le franc et le mark allemand.

Face au dollar, l'euro a en revanche faibli clairement, perdant plus de 10 % de sa valeur depuis son introduction. Cette évolution peut s'expliquer par la différence des cycles conjoncturels et des anticipations divergentes de taux d'intérêt de part et d'autre de l'Atlantique. De plus, la situation financière de l'Amérique latine s'étant consolidée, le dollar a eu tendance à regagner le terrain qu'il avait perdu au cours du quatrième trimestre de l'an dernier. Ces différents éléments, auxquels il faut ajouter des interrogations portant sur le rôle du cours de change dans la stratégie monétaire de la Banque centrale européenne, se sont conjugués pour placer la nouvelle monnaie européenne sous un jour moins favorable qu'espéré.

Cette évolution a pesé sur l'euro qui n'a pu s'établir pour l'instant comme pôle solide et concurrent du dollar. On en veut pour preuve le fait qu'en dépit de cycles conjoncturels différents, les taux d'intérêt sur l'euro ont été clairement influencés par la montée des taux longs aux Etats-Unis. Certes, les mouvements des taux européens ont été moins marqués que ceux des taux américains, mais ce genre de réaction atténuée est un phénomène déjà observé dans le passé.

Sur le plan technique, l'apparition de l'euro a fait progresser l'intégration des marchés financiers au sein des onze pays de l'Union monétaire. Les marchés monétaires, qui avaient largement convergé au cours de 1998, sont maintenant parfaitement sous le contrôle de la Banque centrale européenne.

Sur le marché des capitaux, l'euro a permis la constitution d'un vaste marché européen qui se situe en seconde position, après celui des Etats-Unis et devant les marchés japonais, britannique et suisse. Le volume des émissions dans la zone euro a d'emblée progressé de manière très réjouissante. Sa croissance a atteint près de 45 % au premier trimestre, alors que le marché américain ne connaissait qu'une augmentation de 20 %. Son niveau reste toutefois inférieur à celui des émissions en dollars.

En termes de dette existante, le volume du marché « euro » des capitaux représente près de 60 % du marché américain. Alors que les papiers émis par des débiteurs privés occupent en Europe une place relativement faible par rapport à la situation outre-Atlantique, les titres de la dette publique des onze pays de l'Union forment une masse comparable à celle de la dette fédérale américaine. Ce vaste marché est toutefois loin d'avoir atteint le degré d'intégration de celui des bons du Trésor américains en raison des cloisonnements encore présents entre les marchés européens. De plus, une certaine hétérogénéité existe dans le marché des titres de débiteurs souverains. Ainsi, les emprunts publics italiens, espagnols, portugais et finlandais sont assortis de taux d'intérêt supérieurs de 30 points de base aux taux de la dette publique allemande à dix ans, qui sert maintenant de référence sur le marché des capitaux de la zone euro. Ces *spreads* sont restés relativement stables depuis le début de l'année.

En ce qui concerne l'impact de l'unification monétaire sur le marché suisse des capitaux, le rythme des émissions durant le premier semestre n'a pas révélé d'évolution atypique. Le volume des émissions en francs est resté stable (21 milliards de francs pour le premier trimestre), une stabilité qui se manifeste depuis plus d'un an déjà. En ce qui concerne la répartition entre émissions de débiteurs suisses et étrangers, le doublement de ces dernières par rapport au quatrième trimestre de 1998 résulte d'une normalisation engendrée par l'accalmie des marchés financiers internationaux.

L'écart entre les taux d'intérêt allemands et suisses est un paramètre qui pouvait réagir à l'introduction de la monnaie unique. Pour les taux à dix ans, cet écart est actuellement de 1,5 point de pourcentage, alors qu'il atteignait environ deux points en moyenne des années 1985 à 1997. Le resserrement de l'écart n'est pas un phénomène récent. Il

s'était déjà manifesté durant le premier semestre de 1998, lorsque les incertitudes relatives à l'intégration monétaire se dissipant, les taux longs européens s'orientèrent nettement à la baisse.

Du côté des taux à court terme (3 mois), l'écart atteignait en moyenne 1 point de pourcentage seulement durant les années 1985 à 1997. Il a toujours varié au gré des accents de la politique monétaire en Suisse et dans l'Europe environnante. Il avait pratiquement disparu au début des années nonante et s'était fortement élargi durant les deux ans qui précédèrent l'introduction de l'euro, période durant laquelle la politique monétaire allemande avait conservé une orientation restrictive. Les choses se sont modifiées depuis lors; les taux européens ont fléchi de 1 point de pourcentage depuis décembre dernier, alors que les nôtres ne se repliaient que d'un demi-point environ. L'apparition de l'euro a ainsi coïncidé avec un relâchement de la politique monétaire européenne antérieure et entraîné une normalisation de l'écart entre les taux courts.

Avant l'apparition de la monnaie unique, on s'interrogeait également sur la concurrence que l'euro pourrait faire au franc comme moyen de paiement. Ces derniers mois, de nombreux comptes libellés en euros ont été ouverts dans des banques suisses, mais l'usage de la monnaie européenne n'a progressé que lentement. L'euro fait son apparition comme moyen de paiement dans des entreprises liées au commerce extérieur et dans la gestion de portefeuille. La lenteur des évolutions de ces derniers mois n'est pas surprenante dans la mesure où l'intégration monétaire n'en est qu'à ses débuts. Une accélération du processus interviendra certainement lorsque se rapprochera le moment de l'échange des anciennes coupures européennes par les nouvelles coupures libellées en euros.

Dans l'ensemble donc, l'apparition de l'euro n'a pas créé l'onde de choc que certains attendaient. Nous en sommes heureux. La monnaie européenne peine toutefois à s'affirmer comme solide alternative de placement face au dollar. Nous n'avons jamais caché que l'introduction de la monnaie unique serait entourée d'incertitudes et que la phase de mise en route du nouveau régime monétaire prendrait du temps.