

**La Banque nationale suisse se préoccupe-t-elle  
du cours du franc suisse?**

Exposé de  
Jean-Pierre Roth  
Président de la Direction générale de la  
Banque nationale suisse

Dans le cadre de  
l'Assemblée générale annuelle des délégués  
de la Fédération des Syndicats Patronaux, Genève  
Jeudi 16 mai 2002

Je suis heureux de l'occasion qui m'est donnée aujourd'hui de m'exprimer ici à Genève sur un thème qui n'est pas nouveau mais qui préoccupe actuellement beaucoup les milieux économiques. Il s'agit de la place que la Banque nationale donne au cours du franc dans la définition de sa politique monétaire.

Au vu des réactions qui ont suivi notre récente décision d'abaisser d'un demi-point la bande de fluctuation de nos taux d'intérêt, le titre de mon exposé pourrait très bien être reformulé de deux manières: la Banque nationale ne se préoccupe-t-elle pas trop du franc suisse? ou, au contraire, la Banque nationale se préoccupe-t-elle suffisamment du franc? Chacune de ces variantes est révélatrice des inquiétudes qui naissent de la situation actuelle: n'est-il pas risqué de voir une banque centrale se laisser guider par des considérations de change, alors qu'elle devrait viser à préserver la stabilité monétaire intérieure du pays ou, inversement, faut-il craindre que la Banque nationale sous-estime les effets négatifs de l'évolution du franc pour notre économie et, en particulier, pour notre industrie d'exportation?

Mon propos visera à vous montrer quelle est la véritable place que le franc occupe dans la conduite de notre politique, quelles sont les réponses que nous donnons à ceux qui souhaiteraient que nous en fassions plus et comment nous rassurons ceux qui craignent que nous en fassions actuellement trop.

## **1. Le franc: un facteur essentiel pour le développement de notre économie**

La Suisse est très consciente de l'importance des facteurs monétaires pour le développement de son économie et le bien-être de sa population. Nous sommes un pays de tradition libérale, ouvert au commerce avec le monde. Au 19ème siècle, nous figurions parmi les pays peu développés d'Europe, oubliés de la Providence pour ce qui concernait les ressources naturelles et l'accès à la mer. 150 ans plus tard, nous nous situons dans le peloton de tête des pays industrialisés, avec un revenu par tête parmi les plus élevés au monde. Notre économie opère à la pointe de la recherche et dispose d'un label incontesté de qualité.

La prospérité de notre pays doit beaucoup au courage, à l'imagination, au génie de générations d'entrepreneurs. Elle est aussi le fruit d'une politique réaliste d'ouverture au monde et d'acceptation des règles du libre échange. Dans le domaine monétaire et financier, nous avons suivi avec sagesse une politique prudente évitant l'endettement

public excessif et veillant à la bonne santé monétaire intérieure. Aujourd'hui, la Suisse est un pays financièrement sain: l'épargne y est abondante, l'endettement public – même si on peut le souhaiter plus faible – reste dans des normes acceptables en comparaison internationale, les taux d'intérêt y sont les plus bas d'Europe et l'inflation inférieure à ce qui est observé chez nos voisins.

Le franc suisse résume de manière exemplaire cette «success story»: il s'est imposé sur le plan international comme référence de stabilité et de solidité, et il occupe la 5ème place dans le concert des monnaies convertibles.

Avec une économie largement ouverte sur le monde et une monnaie jouant un rôle international, la Suisse est forcément sensible aux turbulences des marchés financiers. Rappelons-nous les désordres qui accompagnèrent l'effondrement du régime des changes fixes au début des années septante et, plus près de nous dans les années nonante, les difficultés entraînées par les crises successives du système monétaire européen.

Aujourd'hui – avec l'apparition de l'euro – le paysage monétaire européen est profondément différent, mais les défis de la cohabitation du franc avec la monnaie de nos voisins sont toujours bien présents.

## **2. L'euro: un défi**

Au terme de ses trois premières années d'existence, l'euro est, pour notre pays, une bonne nouvelle, mais également une source d'inquiétudes.

La bonne nouvelle vient d'abord du fait qu'autour de nous s'est mis en place un régime monétaire dont les objectifs de stabilité correspondent exactement à ceux que nous poursuivons depuis des années. La stabilité des prix, en tenant compte des développements de la conjoncture guide l'action de la Banque centrale européenne comme la nôtre. Positif est également le fait qu'une seule monnaie circule dans 12 pays de l'Union européenne, ce qui assure pour tous un gain de transparence dans les prix et une simplification des transactions.

La source d'inquiétude vient du fait que la Suisse se trouve maintenant totalement entourée par un ensemble monétairement unifié de plus de 300 millions d'habitants, ensemble qui absorbe à lui seul la moitié de nos exportations et qui est à l'origine de plus de 70% de nos importations. L'unification monétaire rend notre pays encore plus petit qu'auparavant sur la carte européenne. Cela signifie que nous devons nous attendre à ce

que l'euro s'impose de manière croissante comme monnaie de règlement pour notre commerce extérieur, mais cela signifie aussi que le risque de change que nous supportons face à l'euro sera plus important que celui que nous cumulions face aux monnaies qui ont maintenant disparu.

Ne peignons toutefois pas le diable sur la muraille. Isolé au cœur de l'Euroland, le franc n'en est pas pour autant devenu instable et volatil. Au contraire, notre expérience de ces trois années de cohabitation avec la zone euro nous a montré que l'unification monétaire européenne exerce un effet stabilisateur. En effet, il est clair que la disparition de la mosaïque monétaire que nous connaissions par le passé a éliminé les risques de crise de change en Europe et, partant, mis le franc à l'abri de tensions qui se manifestaient fréquemment entre les devises européennes. Les crises de la lire italienne sont encore bien présentées à nos esprits.

Mais la relation entre le franc et l'euro n'en est pas pour autant fixe. Même si, sur la durée, l'expérience nous montre que les cours de changes reflètent assez fidèlement l'évolution des éléments fondamentaux des économies en présence (par éléments fondamentaux j'entends le différentiel d'inflation et les écarts dans les progrès de la productivité), nous savons que des changes flottants peuvent comporter des périodes de sous-évaluation ou de surévaluation d'une monnaie par rapport à une autre. Ces situations sont douloureuses pour les économies, car elles conduisent à des distorsions de compétitivité sur le court terme, distorsions qui sont d'autant plus graves que la monnaie en question est celle dans laquelle se règle une partie importante du commerce extérieur. Comment tenons-nous compte de ce genre de situation dans la définition de notre politique?

### **3. L'intégration du franc dans la stratégie de politique monétaire**

Pour répondre à cette question, il convient tout d'abord de se rappeler quel est l'objectif de l'action de la Banque nationale. La Constitution fédérale nous demande de mener une politique monétaire visant les intérêts généraux du pays. Le mandat est vague. Dans la pratique, nous visons à préserver la stabilité monétaire du pays, c'est-à-dire à le protéger de situations d'inflation ou de déflation, tout en tenant compte de la conjoncture du moment. Ces deux éléments se complètent: en modérant un essor conjoncturel qui risque de dégénérer en surchauffe, nous freinons simultanément le rythme de la hausse des prix, et en menant une politique expansive alors que la demande globale est faible, nous soutenons la conjoncture sans pour autant menacer la stabilité des prix à moyen terme. La difficulté de notre tâche tient au fait que les impulsions monétaires déploient leurs effets

sur l'activité économique relativement rapidement, tandis que l'impact sur les prix ne se manifeste qu'après une période de 2 à 3 ans. Ainsi, une politique monétaire trop généreuse peut avoir un effet positif sur la conjoncture dans la courte période, mais créer un problème inflationniste sur la durée, situation qui réclamera un coup de frein ultérieur.

Pour éviter de telles actions de «stop and go», nous nous interrogeons constamment sur les conséquences à long terme de notre action. Nous le faisons en procédant régulièrement à des prévisions d'inflation à un horizon allant jusqu'à trois ans. Si, en période de tassement économique, nous constatons que l'évolution future des prix nous permet de mener une politique monétaire plus expansive sans prendre le risque d'une montée inacceptable de l'inflation à moyen terme, nous utilisons la marge de manœuvre à disposition pour soutenir au mieux l'activité économique. A l'inverse, si nous nous attendons à une surchauffe, un coup de frein, qui affectera forcément la conjoncture du moment, sera nécessaire.

Pour assurer la transparence de notre action, nous avons chiffré à 2% au maximum le niveau tolérable du rythme de la hausse des prix. Au-dessous de cette barre, nous considérons que règne une situation de stabilité des prix. Nous ne visons pas un chiffre zéro. Car tous les changements de prix ne sont pas forcément de nature inflationniste, ils peuvent aussi provenir de l'amélioration de la qualité des produits. Par ailleurs, il faut aussi reconnaître que la mesure de la hausse des prix est un exercice peu précis, si bien qu'une certaine tolérance s'impose.

La marge de manœuvre dont nous disposons dans le court terme dépend donc des conséquences à long terme de notre action. C'est une contrainte que nous gardons constamment à l'esprit.

Comment le cours du franc entre-t-il concrètement dans nos appréciations de situation? Soulignons d'abord qu'il ne saurait être l'objectif de notre action, puisque celle-ci vise à éviter sur la durée des hausses ou des baisses excessives des prix. Il y entre de manière indirecte, au travers de son impact sur l'évolution future des prix. En cas de renforcement du franc, par exemple, nous pouvons nous attendre à une hausse ralentie des prix, en raison du frein apporté à l'essor de nos exportations et de la baisse des coûts des biens importés. Cette correction des prévisions d'inflation permet d'envisager un assouplissement immédiat de la politique monétaire, donc une baisse des taux d'intérêt. En baissant les taux, nous relâchons ainsi les contraintes monétaires artificiellement resserrées par la montée autonome du franc. La baisse des taux n'est pas alors simplement une mesure visant à essayer d'influencer le marché des changes ou à

défendre un niveau de cours – comme certains l'interprètent souvent – , mais elle est une décision de portée plus globale en vue de maintenir dans l'économie des conditions monétaires équilibrées. Evidemment, une baisse de nos taux d'intérêt contribue aussi à affaiblir l'attrait des placements en francs suisses. L'impact d'une telle mesure sur le cours du franc est toutefois difficilement prévisible dans le court terme lorsque les marchés sont sous l'empire de facteurs peu rationnels.

A ceux qui nous reprochent d'ignorer les conditions du marché des changes dans nos appréciations de situation, nous répondons donc que nous donnons au franc sa juste place, non pas celle d'un objectif en soi, mais celle d'un élément important pour le développement de la conjoncture et des prix. Ces dernières années, notre action a toujours été définie en fonction de cette stratégie. Nous publions chaque semestre une prévision d'inflation, et nous justifions chacune de nos décisions de politique monétaire en nous référant non seulement aux perspectives de développements économiques du moment, mais aussi à l'évolution des prix à moyen terme.

#### **4. Pourrions-nous en faire plus?**

Cela dit, je sais que de nombreux milieux économiques estiment que notre prise en compte de la situation du marché des changes est insuffisante. Ils appellent de leurs vœux une action plus décidée visant à limiter les mouvements du franc face à l'euro.

La monnaie européenne a en effet perdu près de 10% de sa valeur depuis sa création en janvier 1999, un mouvement de baisse qui s'est particulièrement manifesté durant les 18 derniers mois.

Croyez bien que la Banque nationale a suivi de près cette évolution. Dès l'apparition de l'euro, nous étions sensibles aux risques qu'un manque de confiance dans la nouvelle monnaie pouvait faire courir à l'économie suisse. Jusqu'au printemps 2000, en dépit des accès de faiblesse de l'euro face au dollar, la relation franc/euro n'avait que très peu varié. C'était une heureuse surprise, mais cette situation ne pouvait durer. En effet, il fallait s'attendre à ce que les marchés réagissent au fait que l'économie suisse était plus stable et plus flexible que sa consœur européenne. Pour notre part, nous ne manquions aucune occasion de rappeler à tous ceux qui opéraient sur les marchés extérieurs que la prudence s'imposait: la relative stabilité de la période initiale de notre cohabitation avec l'euro ne pouvait être perçue comme l'indication d'une situation durable.

La correction intervenue depuis lors est importante. Lorsqu'on la mesure en termes réels, c'est-à-dire en tenant compte du différentiel d'inflation entre la Suisse et la zone euro, la revalorisation du franc est heureusement de moindre ampleur. Depuis janvier 1999, les prix sont montés plus lentement en Suisse que chez nos voisins. Sur l'ensemble de la période ce différentiel se chiffre maintenant à 3,4%. Actuellement, la revalorisation réelle du franc est donc de 6,6% sur un peu plus de 3 ans, soit environ 2% par année. Comparé à l'évolution passée du franc face aux monnaies qui constituent aujourd'hui la zone euro, la revalorisation réelle du franc est supérieure à la tendance antérieure, celle-ci était de l'ordre de 1% par an.

Mais si l'euro est une monnaie importante pour l'économie suisse, nous ne devons pas oublier qu'une partie de notre commerce extérieur se dirige vers la zone dollar ou est influencée par le cours du dollar. Une image équilibrée de la situation sur le front des changes demande donc que l'on considère l'ensemble des monnaies de nos partenaires en les pondérant par l'intensité de nos relations commerciales. Vue sous cet angle, la situation de ces trois dernières années donne une image plus rassurante. De janvier 1999 à janvier 2002, l'indice du cours réel du franc face à nos partenaires commerciaux est resté stable, la faiblesse de l'euro étant compensée par la force du dollar. Cette situation confortable s'est détériorée cette année avec la baisse de la devise américaine. L'indice du cours du franc se situe maintenant 0,7% au dessus de son niveau de début 1999.

Lorsque nous procédons à un examen de situation, nous nous efforçons de prendre du recul et de considérer tout le paysage des taux de change comme nous analysons le spectre complet des taux d'intérêt et l'ensemble des informations relatives à la conjoncture en Suisse et à l'étranger. C'est à l'issue de cette large appréciation des choses que nous prenons nos décisions de politique monétaire. Le cours du franc n'y a pas de place exclusive.

Certains aimeraient toutefois que nous changions de fusil d'épaule et que nous axions notre politique prioritairement sur la relation franc/euro. Leur position est simple: étant donné l'intensité des relations commerciales entre la Suisse et l'Euro-land, ne serait-il pas préférable de lier simplement le franc et l'euro afin d'éliminer toute incertitude de change?

Il est évident que si notre pays adhérerait à l'Union européenne, il deviendrait également membre de l'Union monétaire. Comme vous le savez, la perspective d'adhésion est encore lointaine et aucun échéancier politique précis n'existe. Une adhésion n'est pas non plus retenue comme éventualité par les marchés financiers. On en veut pour preuve le fait qu'ils n'anticipent pas pour l'instant une disparition du franc suisse, même à une échéance

lointaine. Actuellement, sur le marché des « futures », on note qu'à un horizon de 8 ans, les opérateurs s'attendent à ce que les taux d'intérêt sur le franc soient inférieurs de 1,5 points de pourcentage aux taux européens comme c'est le cas aujourd'hui. L'absence de convergence des taux signifie que les marchés retiennent toujours l'hypothèse d'un franc indépendant de l'euro.

Comme une intégration monétaire de la Suisse n'est pas dans les cartes, il serait pratiquement impossible de mener une politique crédible visant à défendre une parité fixe entre le franc et l'euro. Quelle parité choisir? La parité serait-elle encore défendable dans les années à venir? Cette parité serait-elle celle d'une adhésion future? De telles incertitudes sont du pain béni pour la spéculation. L'expérience passée nous l'a montré: une décision monétaire n'est crédible, donc stabilisatrice, que si elle est irrévocable. Dès que le marché perçoit des zones grises, il ne cesse d'en tester la réalité. Rappelons-nous que la spéculation entre les monnaies européennes n'a disparu qu'au moment du verrouillage irrémédiable des parités au 1er janvier 1999. La situation est la même pour notre pays: seule une intégration dans la zone euro éliminerait définitivement les problèmes de cohabitation monétaire avec nos voisins.

Mais l'intégration monétaire ne manquerait pas de nous poser d'autres problèmes. Les économistes rappellent volontiers que rien n'est gratuit. Une intégration du franc dans la zone euro, si elle présente des avantages du point de vue de la stabilité du change, comporterait aussi des coûts. Nous perdrons notre autonomie monétaire, ce qui signifie que nous ne serions plus en mesure de fixer les taux d'intérêt en fonction des besoins de l'économie suisse. La politique monétaire ne serait plus l'affaire de la BNS mais de la Banque centrale européenne, et les taux d'intérêt suisses se situeraient au niveau des taux européens, soit 1,5 à 2 points de pourcentage plus haut qu'aujourd'hui. Par rapport à une situation traditionnelle de taux d'intérêt bas, cela signifierait un frein à l'investissement, un relèvement du coût du financement hypothécaire, une réalité qui pèserait sur le développement de l'économie suisse.

N'oublions pas, enfin, que la fixation de la valeur extérieure du franc suisse n'est pas forcément une panacée qui règlera tous les problèmes de compétitivité. Notre compétitivité ne dépend pas que du change, elle dépend aussi des progrès de la productivité et de la maîtrise de nos coûts intérieurs. L'image de la Suisse, pays cher, n'est pas simplement un phénomène monétaire mais recouvre une réalité de protection de pans entiers de notre marché intérieur. Ne faisons pas du franc le bouc émissaire de nos difficultés de compétitivité, ayons le courage de ralentir la progression de nos prix en



acceptant une concurrence plus vive, luttons efficacement contre les comportements cartellaires, recherchons la modération des prix administrés. Il en résultera un plus grand attrait pour notre place de production.

## **5. En faisons-nous trop?**

En introduction je vous disais que le titre de mon exposé pouvait être reformulé de deux manières. Pour certains, la Banque nationale ne se préoccupe pas suffisamment de la situation du franc, pour d'autres elle devrait moins s'en soucier.

J'ai essayé de vous montrer que notre politique est celle du juste milieu. Les facteurs de change ont leur place parmi les éléments d'appréciation que nous retenons au moment de prendre nos décisions de politique monétaire. Notre approche est forcément globale, elle ne peut privilégier une relation économique plutôt qu'une autre.

Notre récente décision de baisser la bande de fluctuation du taux d'intérêt à trois mois de 50 points de base illustre bien notre approche. Comment y sommes-nous arrivés?

L'économie suisse est entrée l'an dernier dans une phase de stagnation, à l'image de ce qui s'était produit aux Etats-Unis et en Europe. Au début de cette année, le scénario que nous avons retenu est celui d'une reprise progressive de l'activité où la croissance économique retrouverait un rythme proche de son potentiel de 2% en fin d'année. A la fin du premier trimestre de cette année, nous ne possédions pas d'éléments tangibles nous indiquant que l'économie suisse ne se développait pas selon nos hypothèses initiales. Nous constatons toutefois que la croissance économique demeurerait faible et que la situation était particulièrement fragile, car la reprise semblait être plus dans les esprits que dans les faits.

C'est dans cet environnement précaire que nous avons observé avec inquiétude une nouvelle tendance au renforcement du franc face à l'euro, puis face au dollar. Pour contrebalancer l'impact négatif du change, nous avons procédé à une légère baisse de taux dans la semaine qui précédait Pâques. Comme le mouvement se poursuivait début mai, nous avons abaissé les taux une seconde fois en ajustant de manière un peu plus spectaculaire la bande de fluctuation qui symbolise notre politique monétaire. Ces réactions successives ont visé à alléger la pression sur le franc et à rééquilibrer les conditions monétaires, alors qu'en arrière-plan, la reprise conjoncturelle n'est pas encore assurée. En dépit de cette correction, nos estimations de l'évolution future des prix nous indiquent que la probabilité d'une résurgence de l'inflation est limitée.

Ce faisant, même si notre action s'inscrit pleinement dans la stratégie de maîtrise de l'évolution des prix qui est la nôtre, nous sommes tout à fait conscients de prendre des risques. Le niveau actuel des taux d'intérêt n'est pas celui qui nous permettra de préserver la stabilité monétaire lorsque la croissance économique aura retrouvé sa vitesse de croisière. Cette prise de risques cherche à atténuer les difficultés rencontrées actuellement par ceux qui sont particulièrement touchés par le renforcement du franc. Elle nous paraît justifiée étant donné l'incertitude de l'environnement conjoncturel. Il s'agira de corriger les choses lorsque la situation se sera éclaircie.

Ceux qui s'inquiètent de voir la politique monétaire prendre un tour expansif allant au-delà de ce qui est supportable en durée peuvent donc être rassurés. Nous restons vigilants et ne quittons pas des yeux l'évolution des prix à moyen terme.

## **6. Conclusion**

Dans une économie aussi intégrée que la nôtre dans les marchés internationaux, la politique monétaire ne peut ignorer l'évolution des marchés des changes. Entre la complaisance monétaire et l'indifférence, nous avons choisi une stratégie rationnelle et équilibrée qui donne aux cours de change leur juste place. Ils entrent dans nos appréciations de situation dans la mesure où ils affectent l'évolution future des prix. Un renforcement du franc crée ainsi une marge de manoeuvre supplémentaire pour une baisse des taux, alors qu'un franc faible limiterait notre liberté d'action.

Notre stratégie consiste à utiliser pleinement les degrés de liberté monétaire à notre disposition afin de permettre à l'économie suisse de se développer au mieux dans le sillage de l'économie mondiale. Nous n'avons toutefois qu'une maîtrise partielle des choses car l'économie suisse est très dépendante du cours des événements internationaux. Si, à l'aide des instruments monétaires, nous nous efforçons de créer le cadre le plus favorable à son développement, nous ne pouvons la mettre pleinement à l'abri des perturbations extérieures. Notamment si celles-ci proviennent du marché des changes. C'est une évidence de dire que notre climat conjoncturel est fortement influencé par ce qui se passe hors de nos frontières.

Certains ne peuvent se satisfaire de ce constat et souhaitent que nous en fassions plus. Ils se méprennent sur la portée de nos moyens. Si nous suivions leurs conseils, le risque serait grand que nous compromissions la stabilité financière du pays et les avantages de bas taux d'intérêt et de bas taux d'inflation dont nous disposons actuellement. Et cela sans

être assurés de bénéficier d'une conjoncture meilleure que celle de nos partenaires commerciaux.