

Exposé

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK 

Embargo jusqu'au
2 mai 2016, 18 h 30

L'euro et la politique monétaire suisse

Europa Forum Lucerne

Thomas J. Jordan

Président de la Direction générale de la Banque nationale suisse*

Banque nationale suisse

Lucerne, le 2 mai 2016

© Banque nationale suisse, Zurich, 2016 (exposé donné en allemand)

* L'intervenant remercie Tobias Cwik et Mathias Zurlinden pour leur précieuse contribution à la rédaction de cet exposé. Ses remerciements s'adressent également à Petra Gerlach et à Carlos Lenz, ainsi qu'à la Communication et aux Services linguistiques de la BNS.

Lorsque l'euro a été créé voilà bientôt vingt ans, une grande incertitude régnait au sujet des répercussions que la nouvelle monnaie européenne aurait sur la Suisse. Mes prédécesseurs au sein de la Direction générale de la Banque nationale suisse (BNS) ont régulièrement commenté cette évolution et fait part de leurs attentes et de leurs inquiétudes dans leurs nombreux exposés. Les premières années se sont déroulées sans problème majeur, puis la crise financière et de la dette a fait vaciller l'union monétaire et exercé des pressions sur l'euro. La Banque nationale a dû relever d'importants défis et y a réagi en faisant preuve de flexibilité et de pragmatisme dans la conduite de sa politique monétaire. Les difficultés n'étant pas encore surmontées, il est trop tôt pour dresser un bilan définitif. Néanmoins, une chose est sûre: la tâche n'a pas été aussi aisée que l'illustration pourrait le suggérer (illustration 1). Pour la BNS, cette expérience a toutefois confirmé combien la souveraineté monétaire est importante et précieuse. Si la souveraineté monétaire a son prix, son maintien sert au mieux les intérêts de notre pays.

L'importance économique de l'Union européenne, de l'euro et de la BCE

Mesdames et Messieurs, comme vous le savez, l'Union européenne (UE) est le principal partenaire commercial de la Suisse. Et au sein de l'UE, ce sont les pays de la zone euro qui sont particulièrement importants pour nous. En 2015, les exportations vers la zone euro ont représenté quelque 44% des exportations totales. Et la part des importations depuis la zone euro est encore plus élevée. Il faut noter que la part des exportations vers la zone euro a reculé d'environ 10 points depuis 2000, une tendance qui traduit la diversification accrue de notre commerce extérieur, essentiellement en faveur des pays émergents. Les pays de la zone euro restent toutefois les principaux acquéreurs de produits helvétiques à l'étranger (graphique 2).

En raison de l'importance particulière de la zone euro pour le commerce extérieur suisse, les relations de change entre le franc et l'euro jouent un rôle primordial, tant pour notre économie que pour la politique monétaire de la Banque nationale. D'une part, les cours de change influencent les prix des biens étrangers en Suisse et, partant, le renchérissement mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation. D'autre part, ils ont un impact sur les prix des biens suisses dans la zone euro, ce qui peut à son tour se répercuter sur notre taux de renchérissement par le biais des effets sur la production et sur l'emploi.

De ce fait, la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) revêt un intérêt particulier pour la Suisse. Cet aspect s'est de nouveau confirmé ces dernières années. D'un côté, la politique monétaire expansionniste de la BCE a favorisé la reprise économique dans la zone euro et contribué à la cohésion de cette dernière, stimulant la demande de produits helvétiques. D'un autre côté, l'affaiblissement de l'euro a placé les producteurs suisses dans une situation difficile face à leurs concurrents européens et confronté la politique monétaire suisse à divers problèmes.

Stabilité et instabilité des relations de change avec l'Europe

Au cours des dernières décennies, le franc n'a cessé de s'apprécier par rapport à toutes les monnaies européennes, non seulement en termes nominaux, mais aussi en termes réels, c'est-à-dire corrigés du différentiel d'inflation entre la Suisse et l'étranger, un indicateur qui sert à mesurer la compétitivité de la Suisse. Ainsi, l'appréciation enregistrée ces dernières années est certes particulièrement marquée, mais n'a en soi rien de nouveau.

Notre monnaie a toujours connu de fortes envolées, lesquelles étaient souvent liées à une hausse temporaire de la volatilité des cours de change. Ainsi, dans les années 1970 et 1980 notamment, la valeur du franc a fortement fluctué et s'est sensiblement appréciée par rapport à toutes les monnaies européennes. La relative stabilité de la relation de change entre le franc et le mark allemand a constitué une exception, qui s'expliquait par les structures économiques similaires de l'Allemagne et de la Suisse. Les principes de politique monétaire apparentés, qu'appliquaient alors la Bundesbank et la BNS, y ont également contribué. Les deux institutions poursuivaient des objectifs en termes de masse monétaire et menaient une politique monétaire axée sur le maintien de la stabilité des prix.

Pendant les années 1990, la politique monétaire de la plupart des pays de l'UE était placée sous le signe de la création de l'Union monétaire européenne. Sous l'effet des critères de convergence ancrés dans le Traité de Maastricht, les banques centrales des pays signataires ont axé leur politique sur celle de la Bundesbank. En conséquence, les cours de change entre les monnaies concernées se sont stabilisés, de même que les cours de change entre ces dernières et le franc. Cette phase de faible volatilité des cours de change a encore duré pendant quelques années après l'introduction de l'euro.

La dernière phase de forte volatilité entre le franc et l'euro a commencé après l'éclatement de la crise financière et de la dette, laquelle s'est rapidement transformée en une crise de l'euro. Les doutes au sujet de la capacité de certains Etats membres de la zone euro à faire face à leurs emprunts se sont traduits par une perte de confiance des marchés vis-à-vis de la monnaie européenne. Comme cela s'était déjà produit lors de phases antérieures d'incertitude croissante, le franc a alors subi de fortes pressions à la hausse.

Pourquoi la Suisse n'a-t-elle pas adopté l'euro?

Au vu des relations économiques étroites unissant la Suisse à la zone euro, pourquoi notre pays n'a-t-il pas décidé d'adopter l'euro? Sous l'angle politique et juridique, la réponse à cette question est simple. Pour intégrer l'Eurosystème, un pays doit tout d'abord avoir adhéré à l'UE. Or en 1992, le peuple et les cantons ont refusé l'adhésion de la Suisse à l'Espace économique européen (EEE), puis rejeté en 2001 l'initiative populaire «Oui à l'Europe». La question de l'adhésion à l'UE était donc réglée jusqu'à nouvel ordre.

Abstraction faite de ces conditions politiques et juridiques, les motivations économiques en faveur d'une adoption de l'euro ont toujours été plus faibles du point de vue de la Suisse que de celui de nombreux autres pays européens. L'inflation a toujours été plus basse en Suisse

que dans la zone euro. La crédibilité de la politique monétaire ne passait pas par un rattachement à une monnaie stable. De plus, une politique monétaire autonome se prête bien à la structure de l'économie suisse, notamment en raison du caractère international de la place financière et de la spécialisation du secteur industriel dans la production de biens à forte intensité de recherche.

La politique monétaire entre cours de change fixes et flottants

Lorsque le régime des changes fixes, qui avait été instauré à Bretton Woods vers la fin de la Seconde Guerre mondiale, s'est effondré en 1973, la Suisse a opté pour un système de cours de change flottants. A long terme, cette décision s'est révélée être la bonne. Bien entendu, les cours de change fixes et flottants présentent chacun leurs avantages et leurs inconvénients.

Les cours de change fixes ont le désavantage de ne pas permettre au pays de mener une politique monétaire autonome. La politique monétaire ne peut donc être axée sur la stabilité des prix dans le pays. De plus, elle ne peut guère tenir compte de la conjoncture ou de circonstances particulières, qui sont fréquentes en périodes de crise. Enfin, la politique monétaire est en quelque sorte déléguée à la banque centrale du pays dont la monnaie sert d'ancrage à la monnaie nationale. A long terme, cette situation débouche sur des fluctuations relativement fortes de la production et de l'inflation.

En revanche, les cours de change flottants permettent à un pays de mener une politique monétaire autonome. Ils ont toutefois le désavantage d'entraîner des fluctuations marquées des cours de change, non seulement en termes nominaux, mais aussi en termes réels. Cette situation peut se traduire par une vive surévaluation ou sous-évaluation de la monnaie, parfois sur une période prolongée.

Les problèmes inhérents aux cours de change fixes et flottants ont toujours amené les banques centrales à trouver des compromis. Ainsi, depuis l'abandon du régime des changes fixes, la Banque nationale a introduit à deux reprises un seuil de change minimal temporaire en vue d'enrayer l'appréciation du franc: la première fois, en octobre 1978, pour le mark allemand, et la seconde, en septembre 2011, lorsqu'elle a introduit le cours plancher vis-à-vis de l'euro.

Le cours plancher comme instrument de politique monétaire

En annonçant l'introduction d'un cours plancher, une banque centrale s'engage à acheter au besoin des devises pour faire prévaloir ce seuil de change minimal. Une limite doit ainsi être fixée à l'appréciation de la monnaie nationale. Le cours plancher ne constitue pas un instrument de réglage fin des cours de change. Il permet au contraire, dans une phase d'extrême incertitude, de donner un point de repère aux marchés et d'atténuer une revalorisation excessive de la monnaie nationale.

Cependant, cet instrument ne peut être maintenu sur la durée. Ce constat vaut en particulier pour un pays comme la Suisse qui affiche, en moyenne de long terme, un taux d'inflation

inférieur à ceux de la plupart des autres pays, et dont la monnaie n'a cessé de s'apprécier depuis des décennies, en termes nominaux, mais aussi en termes réels.

En temps normal, lorsqu'une appréciation de la monnaie nationale constitue une menace pour l'objectif de stabilité des prix, la banque centrale réagit en abaissant le taux de référence. La réduction des taux d'intérêt rend les placements dans cette monnaie moins attrayants, de sorte que cette dernière s'affaiblit sur le marché des changes. Mais si les taux d'intérêt nominaux se situent à un niveau proche de leur seuil minimal, la banque centrale doit prendre des mesures non conventionnelles afin d'éviter un durcissement inopportun des conditions monétaires. L'introduction d'un cours plancher compte parmi ces mesures non conventionnelles.

Récapitulons: un cours plancher est donc en premier lieu une mesure appropriée à titre temporaire, dans des situations caractérisées par une extrême incertitude sur le marché des changes, une monnaie nationale fortement surévaluée face à la plupart des autres devises, et des taux d'intérêt nominaux proches de leur seuil minimum, de sorte qu'il n'est plus possible d'influer sur les cours de change au moyen d'une baisse de ces taux.

L'introduction du cours plancher vis-à-vis de l'euro en septembre 2011

A l'été 2011, l'introduction du cours plancher était sans conteste pertinente. Nous avons déjà abaissé la marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois, notre taux d'intérêt de référence, pour la fixer entre 0% et 0,25%, l'objectif étant de ramener ce taux à zéro. En outre, l'incertitude était à son comble sur les marchés financiers. La crise de la dette avait suscité de nouvelles inquiétudes au sujet de l'avenir de l'euro. Mais le dollar des Etats-Unis donnait lui aussi des signes de faiblesse. La bataille qui faisait rage au Congrès concernant le budget pesait sur la monnaie américaine. De surcroît, les faibles résultats économiques enregistrés au premier semestre 2011 annonçaient le risque d'une nouvelle récession à l'échelle mondiale. Dans ce contexte, la revalorisation du franc s'accélérait. Le franc avait atteint des sommets historiques, tant vis-à-vis de l'euro que du dollar des Etats-Unis, et menaçait d'entraîner la Suisse dans une profonde récession (Graphique 3).

La suppression du cours plancher en janvier 2015

Le cours plancher a enrayé l'appréciation du franc et contribué à détendre la situation. Il est resté presque trois ans et demi en application. Lorsque nous l'avons aboli en janvier 2015, cette décision a certes suscité quelques critiques, ce qui est bien compréhensible, car les retombées négatives du cours plancher n'étaient pas encore entièrement perceptibles. Mais la suppression de cet instrument était inévitable. Les conditions avaient fondamentalement changé, et l'analyse des risques plaidait clairement en faveur d'une suppression.

Il convient d'abord de rappeler que la situation générale s'était nettement améliorée depuis l'introduction du cours plancher. L'économie s'était redressée, le dollar des Etats-Unis avait regagné la confiance, et l'incertitude avait sensiblement diminué.

A cela s'ajoutait le fait que la politique monétaire de la Réserve fédérale des Etats-Unis et celle de la BCE prenaient des orientations divergentes. Les marchés s'attendaient à un durcissement de la politique monétaire aux Etats-Unis, mais par contre, à un net assouplissement de celle-ci en Europe. Aussi l'euro s'est-il déjà déprécié dès la mi-2014 vis-à-vis du dollar des Etats-Unis. Parallèlement à l'euro, le franc a lui aussi perdu de sa valeur par rapport à la monnaie américaine. Contrairement à l'été 2011, le franc n'était plus clairement surévalué face à toutes les autres devises. La force généralisée du franc, qui avait prévalu en 2011, avait dès lors cédé le pas à une faiblesse généralisée de l'euro.

Du fait des disparités accrues entre les politiques monétaires de la Réserve fédérale et de la BCE, le cours plancher entre le franc et l'euro a également subi des pressions. La BNS a alors dû intervenir sur le marché des changes pour des montants toujours plus élevés. Ces interventions ont eu un impact sur la monnaie centrale, c'est-à-dire sur les liquidités injectées par la Banque nationale. La monnaie centrale, qui avait déjà fortement augmenté à plusieurs reprises depuis 2009, a encore crû considérablement (Graphique 4).

Etant donné les changements survenus à l'échelle mondiale, le cours plancher de 1,20 franc pour un euro ne pouvait plus être maintenu. Si elle avait attendu, la Banque nationale aurait dû accroître le montant des interventions, sans la perspective d'une stabilisation durable de la situation sur le marché des changes. Une suppression plus tardive du cours plancher aurait entraîné des répercussions tout aussi fortes sur l'économie, mais également des pertes bien plus importantes pour la Banque nationale. Cette situation aurait entravé l'accomplissement à long terme du mandat de la BNS en matière de politique monétaire et menacé l'indépendance de celle-ci dans ce domaine.

La politique monétaire depuis la suppression du cours plancher

L'évolution constatée depuis la suppression du cours plancher a confirmé notre analyse de l'époque. L'euro a continué à perdre de la valeur face au dollar des Etats-Unis. En outre, la BCE a poursuivi, fin 2015 et début 2016, l'assouplissement de sa politique monétaire.

Parallèlement à la suppression du cours plancher, la Banque nationale a procédé à une réorientation de sa politique monétaire. Ainsi, nous avons adapté une nouvelle fois vers le bas, dans la zone négative, le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS. Depuis lors, les taux d'intérêt sur le marché monétaire se situent autour de $-0,75\%$. En outre, nous avons réaffirmé notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes. Le taux d'intérêt négatif et notre disposition à intervenir sur le marché des changes visaient l'un et l'autre à atténuer les effets de la suppression du cours plancher sur le franc (Graphique 5).

Après la suppression du cours plancher, notre monnaie s'est d'abord fortement appréciée. L'euro est tombé à la parité, et le dollar des Etats-Unis a perdu de sa valeur dans une mesure pratiquement identique. Mais entre-temps, les deux devises ont regagné du terrain. Ces dernières semaines, l'euro était proche de 1,10 franc, alors que le dollar dépasse depuis longtemps le niveau auquel il avait généralement évolué durant la phase d'application du cours plancher. Dans l'ensemble, le franc reste toutefois nettement surévalué.

Lors de son dernier examen de la situation économique et monétaire, il y a environ six semaines, la Banque nationale a confirmé vouloir poursuivre le cap de la politique monétaire qu'elle mène depuis janvier 2015. Nous avons laissé inchangée, entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$, la marge de fluctuation du Libor à trois mois, et maintenu à $-0,75\%$ le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS. En outre, nous avons réaffirmé notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes. Le taux d'intérêt négatif et les interventions sur le marché des changes ont pour objectif de réduire les pressions exercées sur le franc. La Banque nationale contribue ainsi à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique. Ce faisant, elle continue à prendre en compte la situation sur le marché des changes dans la conduite de sa politique monétaire.

Conclusion

La Banque nationale a mené ces dernières années une politique monétaire non conventionnelle, tout comme la BCE et de nombreuses autres banques centrales. Cette orientation lui a été dictée par la crise financière et de la dette, qui a incité les banques centrales à abaisser les taux d'intérêt à un niveau proche de zéro et à accroître considérablement la masse monétaire. Dans le cas de la Suisse, la crise s'est accompagnée d'une appréciation extrême du franc, essentiellement face à l'euro. Aussi la BNS a-t-elle pris des mesures non conventionnelles ciblées pour lutter contre la force du franc. De septembre 2011 à janvier 2015, elle a d'abord fait prévaloir un cours plancher vis-à-vis de l'euro. Depuis la suppression de cet instrument, sa politique monétaire repose, d'une part, sur l'application d'un taux d'intérêt négatif et, d'autre part, sur sa disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes.

Durant la crise financière et de la dette, les banques centrales ont été les principaux acteurs de la politique économique, ce qui était juste et compréhensible. Mais ils le sont restés depuis lors, ce qui n'est pas sans danger. La politique monétaire n'est pas toute-puissante. En particulier, elle ne permet pas de résoudre des problèmes structurels. Il importe donc que toutes les forces en jeu contribuent à trouver une solution aux problèmes posés.

Mesdames et Messieurs, mes propos ont porté aujourd'hui sur les défis auxquels la politique monétaire doit faire face dans la perspective de l'euro. Ce qui se passe dans l'UE ou en rapport avec l'euro a des répercussions sur la Suisse. Aussi avons-nous un intérêt majeur à ce que les problèmes structurels de l'UE soient résolus et à ce que la reprise conjoncturelle puisse se poursuivre. La Suisse ne saurait toutefois se contenter d'attendre en comptant sur l'Europe. En tant que petite économie ouverte, elle doit s'adapter aux changements environnants et accomplir les tâches qui lui incombent. Il est essentiel que les entreprises continuent de faire preuve de flexibilité et que tous les acteurs de la politique économique, en Suisse également, veillent à garantir un cadre général solide. De son côté, la Banque nationale continuera, à l'avenir également, à mettre à profit la marge de manœuvre que lui confère la souveraineté monétaire pour faire face, avec pragmatisme, aux défis qui se présenteront à elle.

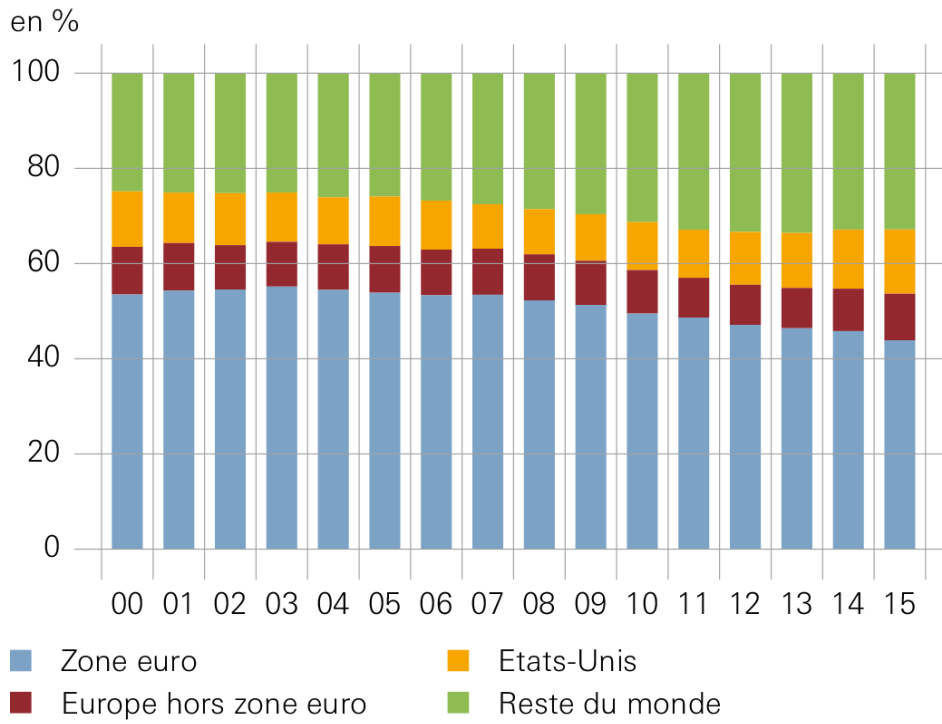
Graphique 1



© Globe Cartoon

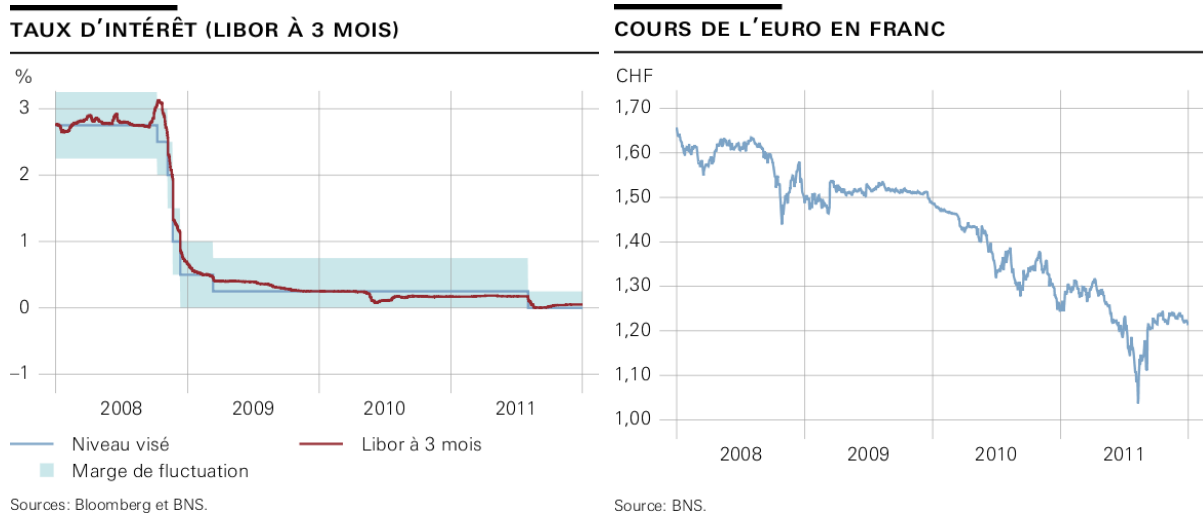
Graphique 2: Commerce extérieur de la Suisse, de 2000 à 2015

PART DANS LES EXPORTATIONS



Source: AFD

Graphique 3: Taux d'intérêt et cours de change, de 2008 à 2011



Graphique 4: Monnaie centrale, de 2008 à aujourd'hui

MONNAIE CENTRALE

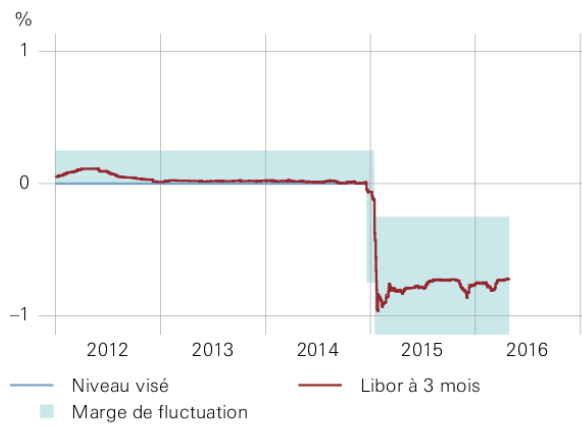
Milliards de francs



Source: BNS.

Graphique 5: Taux d'intérêt et cours de change, de 2012 à aujourd'hui

TAUX D'INTÉRÊT (LIBOR À 3 MOIS)



Sources: Bloomberg et BNS.

COURS DE L'EURO EN FRANC

