

Un cours plancher de 1,20 franc: une mesure d'urgence en période de turbulences

La banque centrale des États-Unis, la Fed, a inondé le marché de liquidités en pratiquant une politique monétaire fortement expansive depuis le début de la crise financière en 2007. La Banque centrale européenne (BCE) a également élargi son mandat. Les conséquences pour la Suisse sont graves. Le franc constitue déjà, depuis des décennies, une valeur refuge qui se renforce traditionnellement en temps de crise. Un sondage effectué par Economiesuisse en août 2011 montre que si son cours descend en dessous de 1,20 franc pour un euro, un cinquième des entreprises opérant dans les branches exportatrices classiques sont menacées dans leur existence. Au même moment, la Banque nationale suisse (BNS) tentait, en étendant progressivement les liquidités en francs à 200 milliards, de provoquer un retournement de tendance.



Le franc se trouve de facto mis sur un pied d'égalité avec l'or, valeur refuge par excellence en temps de crise. Toutefois, contrairement au métal jaune, il sert aussi de moyen de paiement dans un pays qui compte près de huit millions d'habitants.

Photo: Keystone

Un marché inondé d'USD et d'euros

La banque centrale américaine, la Fed, a donné le la: en s'engageant dans une politique monétaire ultra-expansive sans précédent, elle a inondé les marchés de liquidités depuis l'éclatement de la crise financière en 2007. Destinée initialement à stabiliser le système bancaire, cette politique doit désormais contribuer à surmonter les problèmes structurels de l'économie étasunienne. Elle s'accompagne, toutefois, d'un risque d'inflation et d'un affaiblissement de la valeur externe

du dollar. La BCE a elle aussi élargi le mandat qui lui est dévolu. En rachetant, sous la pression politique, des emprunts d'États très endettés, la BCE essaie de venir en aide à ces pays. Ce faisant, elle ne résout pas le problème de la dette en Europe, mais ne fait au mieux que le reporter. Il serait particulièrement désastreux que la BCE, cédant aux pressions, se mette à racheter des emprunts d'État de manière illimitée. Après le non-respect des accords de Maastricht et de la clause de non-renflouement («no bail-out»), elle abandonnerait ainsi son indépendance, ce qui aurait des conséquences funestes sur la stabilité des prix dans la zone euro.

On le voit, les deux grandes zones monétaires cherchent à résoudre des problèmes structurels en faisant appel à la politique monétaire. Or, ces problèmes ne peuvent être réglés que par une action politique cohérente. Les dépenses étatiques abyssales doivent diminuer et le système bancaire doit être stabilisé. Bien que l'argent ne coûte presque plus rien, les incertitudes actuelles paralysent la croissance économique et font fuir les investisseurs vers des valeurs sûres.



P' Rudolf Minsch
Chef économiste,
membre de la direction
d'economiesuisse,
Zurich



Fabian Schnell
Collaborateur scientifique,
Politique économique générale et formation,
economiesuisse,
Zurich

Le franc suisse, une valeur refuge

La Suisse en subit les effets de plein fouet. Depuis des décennies, le franc tend à se raffermir en temps de crise en se transformant en valeur refuge pour les investisseurs. En raison des problèmes en Europe et aux États-Unis et des incertitudes croissantes sur les marchés, la fuite vers le franc a pris des dimensions dramatiques durant l'été 2011. En moins de dix-huit mois, il avait gagné plus de 30% et atteint pratiquement la parité avec l'euro. Il se trouvait ainsi de facto mis sur un pied d'égalité avec l'or, valeur refuge par excellence en temps de crise. Même si elle a perdu du terrain par la suite, la devise helvétique demeure sensiblement surévaluée.

Les conséquences pour l'économie réelle sont graves

Toutefois, contrairement à l'or, le franc suisse n'est pas seulement une valeur refuge. Il est aussi le moyen de paiement de l'économie d'un pays qui compte près de huit millions d'habitants. Pour certaines branches, une monnaie surévaluée a des répercussions gravissimes. Un sondage d'Economiesuisse en août 2011 a montré qu'un cours inférieur à 1,20 franc pour un euro représente une menace existentielle pour environ un cinquième des entreprises actives dans les branches exportatrices classiques et un défi de taille pour un autre cinquième. Un franc durablement surévalué menace dans leur existence des entreprises encore compétitives il y a peu sur la scène internationale. L'enquête a aussi révélé que les entreprises réagissent à une monnaie surévaluée en abaissant leurs coûts, en augmentant leur productivité, en transférant une partie de leur valeur ajoutée à l'étranger, en augmentant les temps de travail et en diminuant les salaires. En résumé, un cours de change très inférieur à 1,20 franc aurait entraîné de nombreuses suppressions d'emplois en Suisse.

L'intervention de la BNS

En août 2011, la Banque nationale suisse tenta, en étendant progressivement les liquidités en francs à 200 milliards, de provoquer un retournement de tendance. Elle signala également aux marchés qu'elle n'accepterait pas la relation de change d'alors. Les attentes des marchés ne se modifièrent toutefois guère, de sorte que le franc se raffermi de nouveau après une brève période d'affaiblissement. Pour l'institut d'émission, les interventions opérées sur le marché des devises en 2010 pour affaiblir le franc à un moment où la devise helvétique était encore à peine surévaluée – et auxquelles elle avait fini

par renoncer – avaient eu pour effet d'entamer sérieusement sa crédibilité. Le 6 septembre 2011, la BNS, tentant le tout pour le tout, fixa un cours plancher de 1,20 franc pour un euro. Même à ce niveau, la devise nationale demeure nettement surévaluée, ce qui évite à la Suisse d'être accusée à l'étranger de dumping monétaire ou de subvention illégale à l'industrie d'exportation. À 1,20 franc, l'industrie suisse d'exportation reste lourdement pénalisée face à la concurrence européenne et est obligée de procéder à des adaptations douloureuses. En fixant un cours plancher, la BNS a simplifié les attentes des acteurs économiques et offert une certaine prévisibilité aux entreprises exportatrices.

Par la suite, on s'est souvent demandé si la BNS pouvait maintenir ce cours plancher. Des voix critiques s'élevèrent pour rappeler le cas du Système monétaire européen. En 1992, le marché avait attaqué la livre sterling et la lire à la baisse contre la volonté des banques centrales. La situation actuelle du franc n'est cependant pas comparable, pour deux raisons:

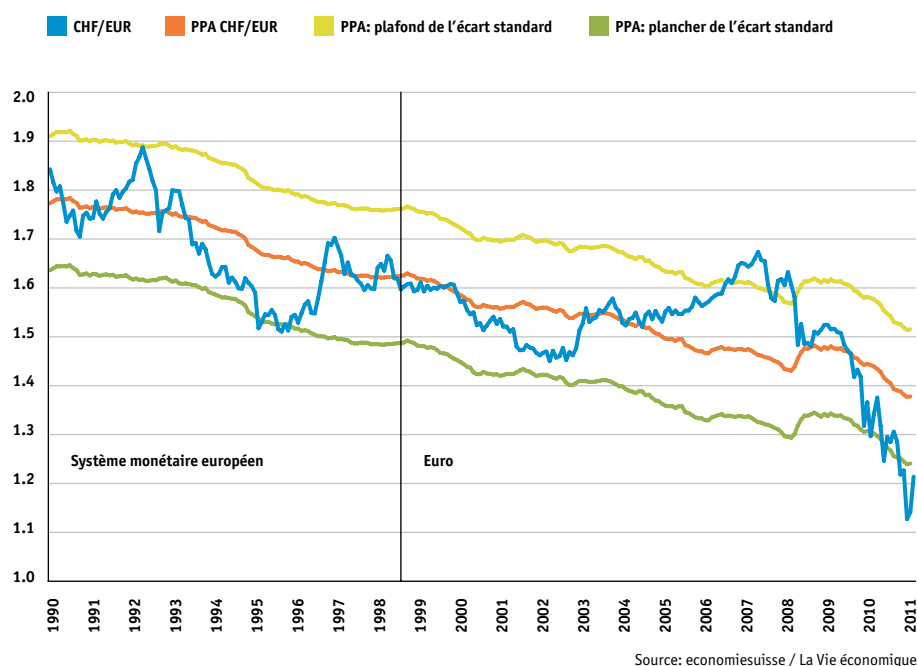
1. Le franc est nettement surévalué, même à 1,20 franc pour un euro. Des modèles théoriques et des expériences empiriques montrent que les relations de change tendent à long terme en direction de la parité des pouvoirs d'achat (PPA). En d'autres termes, le franc tend de toute façon à se déprécier à long terme. Une nouvelle revalorisation ne ferait qu'accentuer le déséquilibre. Les corrections de cours de la livre et de la lire opérées par les marchés en 1992 eurent au contraire pour effet de rapprocher ces monnaies de la parité des pouvoirs d'achat.
2. La BNS doit combattre un raffermissement et non une dépréciation du franc: c'est-là une différence fondamentale. En théorie, elle peut émettre de la monnaie nationale sans aucune limite et acheter des actifs étrangers à l'infini pour défendre son cours; si nécessaire, jusqu'à ce que le monde entier lui appartienne. La seule conséquence serait une hausse du risque d'inflation en raison de l'accroissement des liquidités. Inversement, une banque centrale ne peut défendre sa monnaie contre une dépréciation escomptée par les marchés que jusqu'à l'épuisement de ses réserves en monnaies étrangères.

Une intervention dans l'ensemble réussie

Dans l'ensemble, l'intervention de la BNS peut être qualifiée de réussie. En dépit de la modestie des moyens engagés jusqu'à présent, elle est parvenue à établir un cours de change de 1,20 franc pour un euro. L'économie réelle a ainsi évité un désastre. Ces der-

Graphique 1

Cours des changes CHF/euro et parité de pouvoir d'achat (PPA), 1990–2011



niers mois, différents milieux ont exigé que la Suisse prenne d'autres dispositions, comme le contrôle des flux de capitaux. Or, les mesures dirigistes ne sont, en principe, pas à même de lutter efficacement contre le franc fort¹. Dans les années septante, la Suisse avait déjà tenté d'appliquer plusieurs de ces idées, comme le contrôle des mouvements de capitaux ou les taux d'intérêt négatifs, pour combattre la hausse du franc. Mais le succès n'avait pas été vraiment au rendez-vous. D'autres propositions, telles qu'un cours de change spécial pour les exportations, coûtent extrêmement cher et ouvrent la porte aux abus. Le problème est que la politique monétaire relève de la compétence de la banque centrale et que les instruments ordinaires de politique économique sont, de facto, impuissants à court terme. Ces derniers peuvent, cependant, atténuer les effets du franc fort à moyen terme en améliorant les conditions-cadres. On pourrait citer la simplification de la TVA, l'allègement des tracasseries administratives ou l'adoption rapide du troisième volet de la réforme de l'imposition des entreprises. À cet égard, la balle est dans le camp du Parlement et du gouvernement.

Un nouvel affaiblissement du franc?

La BNS est également priée de prendre de nouvelles mesures pour affaiblir le franc. Un relèvement du cours plancher apporterait une bouffée d'oxygène à de nombreuses entreprises exportatrices. Il appartient à la ban-

que nationale, et à elle seule, d'apprécier si un tel relèvement est possible: il procurerait un soulagement bienvenu à une industrie d'exportation malmenée. Toute la difficulté consiste à fixer un cours plancher inférieur à la PPA. S'il se confond avec celle-ci ou se situe au-dessus, le franc est de fait arrimé à l'euro, ce qui revient à sacrifier notre indépendance en matière de politique monétaire. Maintenant, la PPA n'est pas une grandeur qui peut être déterminée avec précision; nous ne pouvons que l'estimer. Le graphique 1 présente l'évolution de la PPA en comparaison du cours de change nominal, telle que nous l'avons calculée. Il en ressort qu'actuellement celle-ci correspond à un cours des changes de 1,37 franc pour un euro, l'écart standard étant compris entre 1,24 franc et 1,51 franc. La PPA a visiblement diminué avec le temps en raison du différentiel d'inflation entre la Suisse et la zone euro. Étant donné que, dans cette dernière, l'inflation devrait rester plus élevée qu'en Suisse, le cours correspondant à la PPA continuera de diminuer. Un relèvement du cours plancher se rapprocherait ainsi, selon les cas, du cours correspondant à la parité du pouvoir d'achat, ce qui rendrait la défense du franc suisse plus difficile et plus coûteuse pour la BNS.

Conclusion

En résumé, force est de constater que la fixation d'un cours de change plancher par la BNS représente un cas de force majeure en période de turbulences. Comme le problème de l'endettement et les politiques monétaires ultra-expansives devraient perdurer des deux côtés de l'Atlantique, il ne faut pas s'attendre à un rapide retour à la normale. Par conséquent, il faut absolument que la BNS demeure le plus à l'abri possible des pressions politiques.

¹ Voir Minsch R. et Schnell F., *Les mesures contre le franc fort au banc d'essai*, Dossier politique n° 16. Zurich: 2011, economiesuisse.