



# Franc fort: l'optimisme reste prudent

La suppression du cours plancher, que la banque nationale avait imposé au franc par rapport à l'euro, au début de l'année continue de faire des vagues. L'économie d'exportation est particulièrement touchée: l'industrie pharmaceutique, responsable d'un tiers des ventes suisses à l'étranger, a vu son résultat opérationnel diminuer. D'après Stephan Mumenthaler et Barbara von Schnurbein, économistes chez Novartis, la flexibilité du marché de l'emploi et l'ouverture des marchés sont essentielles (p. 56). Felicitas Kemeny et Vincent Pochon, analystes au Seco, montrent que les exportations suisses sont étroitement liées à la demande internationale. Cela leur permet d'afficher un optimisme prudent (p. 54). Felix Brill, CEO de l'entreprise de conseils Wellershoff & Partners, souligne dans un entretien que le débat occulte généralement le fait que les importateurs tout comme les consommateurs profitent du franc fort. Il considère, en outre, que le phénomène est passager (p. 60).

# Un franc fort n'est pas synonyme d'économie faible

Les exportations suisses dépendent largement de la demande étrangère. Malgré la cherté du franc, l'espoir est donc au rendez-vous si l'on en juge par les perspectives de croissance que présente l'économie mondiale.

*Felicitas Kemeny, Vincent Pochon*



Passante devant un magasin de montres suisses à Pékin. L'élasticité-prix des biens de luxe est faible.

Après l'abandon du taux plancher face à l'euro le 15 janvier dernier, le franc s'est fortement apprécié. Dans les heures qui ont suivi la conférence de presse de la Banque nationale suisse (BNS), on a enregistré des taux de change record: le franc est tombé à moins de 90 centimes pour un euro. Trois mois après, il se situait encore légèrement au-dessus de la parité. Par sa rapidité et sa vigueur, cette appréciation constitue un événement

exceptionnel. Que le franc soit une monnaie forte n'est, en revanche, pas une nouveauté. Sa stabilité a été remarquable ces cent dernières années. Cela provient du fait que, contrairement à d'autres monnaies, il n'a jamais été miné par une inflation résultant de la politique budgétaire<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Kugler P., «Une monnaie si forte pour un si petit pays: chance ou malchance?», *La Vie économique*, 1/2-2012, pp. 27 ss.

Un moyen de paiement dont la valeur est aussi stable est une réussite de premier plan pour la politique économique. Néanmoins, les épisodes de forte appréciation placent une partie de nos entreprises face à d'importants défis. Ils renchérissent les prix des produits suisses en monnaies étrangères. La hausse du franc affaiblit également la compétitivité-prix de nos exportateurs. Il en est de même pour les entreprises fournissant le marché intérieur, qui doivent affronter la concurrence des importateurs. Le tourisme ainsi que l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux figurent parmi les branches potentiellement les plus touchées.

## L'effet «valeur refuge»

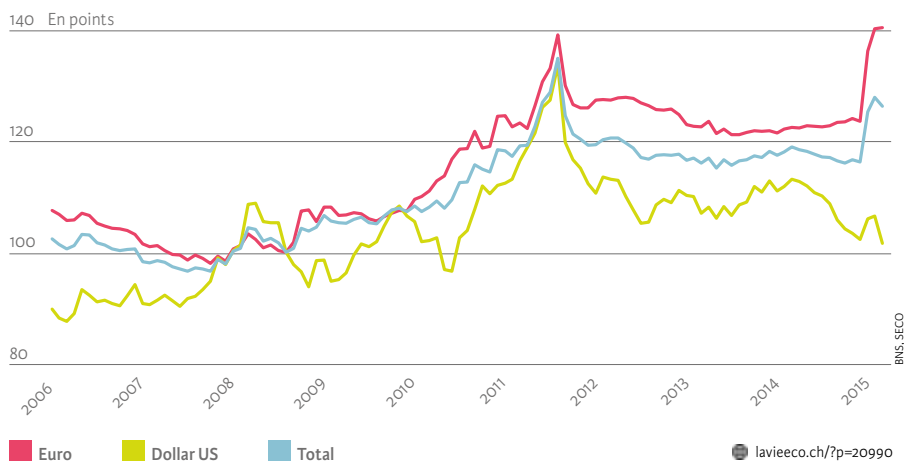
À l'échelle internationale, le franc a la réputation d'être une «valeur refuge» («safe haven»). Rapporté à la taille économique de la Suisse, il a acquis une importance extraordinaire en tant que monnaie d'investissement et de placement à faibles risques. Cette spécificité explique en grande partie la hausse que le franc a enregistrée ces dernières années. En raison de la crise financière mondiale et celle de la dette en Europe, il s'est sensiblement apprécié depuis 2007 (voir illustration 1). Durant cette période, l'économie mondiale a subi les conséquences de la plus profonde récession qu'elle ait connue depuis les années trente.

C'est dans cette situation difficile pour une petite économie ouverte comme la Suisse que la BNS a introduit le 6 septembre 2011 le cours plancher de 1,20 franc pour un euro. L'appréciation réelle s'est ainsi réduite presque de moitié par rapport à la mi-2010. Le taux plancher a, cependant, dû être défendu jusqu'en janvier dernier par des interventions parfois massives sur le marché des devises.

## La récente appréciation du franc reflète la faiblesse de l'euro

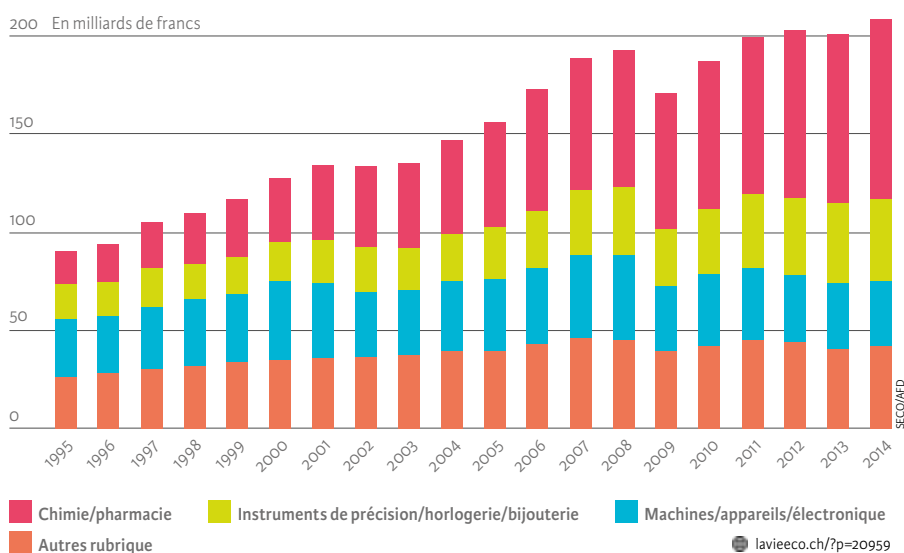
La suppression du taux plancher, que la BNS ne jugeait plus tenable, s'inscrit dans un contexte marqué par des divergences

### III. 1. Évolution du taux de change réel du franc



Moyennes mensuelles; indexées (août 2008=100). Total pondéré en fonction des échanges commerciaux, par rapport aux quarante principaux partenaires commerciaux.

### III. 2. Évolution des exportations de marchandises, par rubriques



À prix constants, données chaînées, année de référence (2010). Les parts sont calculées sur la base des exportations nominales de marchandises.

croissantes entre les grandes zones monétaires. La Banque centrale européenne continue de pratiquer une politique monétaire très expansionniste. Elle a lancé récemment un vaste programme de rachats de dettes, le plus important de son histoire. Du côté de la Réserve fédérale américaine, on s'attend en revanche à un revirement prochain sur le front des taux d'intérêt. De ce fait, l'euro a perdu beaucoup de sa valeur face au dollar depuis le milieu de l'année 2014.

Conséquence de ces divergences, le franc n'évolue pas de la même manière vis-à-vis des différentes monnaies depuis que le taux plancher a été aboli. Face à l'euro, il

s'est apprécié de 14% en termes réels entre décembre 2014 et mars 2015 (moyenne mensuelle), pour atteindre un maximum historique, comme le montre l'illustration 1. Par contre, il s'est déprécié de 1% par rapport au dollar durant la même période.

Le taux de change du franc vis-à-vis du dollar est actuellement bas comparé aux quatre années précédentes. Ainsi, à la différence de la phase haussière des années 2010-11, la situation actuelle reflète plus un euro faible qu'un franc particulièrement fort. Si l'industrie d'exportation perd de sa compétitivité-prix en raison du taux de change, c'est donc essentiellement dans les pays de la zone euro, mais pas sur l'en-

semble des marchés mondiaux. Dans ce contexte, il est intéressant de relever que la zone euro est certes le plus grand débouché de la Suisse, mais que sa quote-part dans nos exportations de marchandises diminue constamment depuis 2003, passant de plus de 55% à tout juste 46%.

### Léger repli de la conjoncture en Suisse

En comparaison internationale, l'économie suisse a connu une évolution favorable ces dernières années. Le commerce extérieur s'est remis de la crise des années 2008-09 et la situation sur le marché du travail est plutôt bonne. La récente hausse du franc s'est donc produite alors que l'économie était en bonne santé. Toutefois, elle a déclenché une énorme insécurité, qui se reflète dans les enquêtes conjoncturelles publiées depuis lors: celles-ci entrevoient un net refroidissement durant les prochains trimestres. Pour l'année en cours, on s'attend à une croissance modérée, évaluée à 0,9%. L'emploi en ressentira les effets: le taux de chômage, qui s'élevait l'an dernier à 3,2% en moyenne, devrait augmenter légèrement et se situer à 3,3% pour l'ensemble de l'année 2015<sup>2</sup>.

À l'heure actuelle, on ne distingue aucun grave ralentissement économique à l'horizon. Un franc relativement fort peut aussi avoir à court terme des effets stimulants sur la conjoncture intérieure. Cela tient au fait que les prix à l'importation ont tendance à baisser en raison de l'appréciation du franc. Les ménages voient ainsi leur pouvoir d'achat augmenter et ces gains réels sont disponibles pour d'autres dépenses de consommation. Les entreprises en profitent elles aussi, car elles peuvent importer des intrants à meilleur coût. Les prix du pétrole et de l'énergie, actuellement très bas, ont des effets similaires.

### La demande étrangère de marchandises est plus importante que le taux de change

Le contexte économique mondial est tout aussi important pour la conjoncture nationale que l'évolution des taux de change. Le nombre d'entreprises suisses en mesure d'exporter dépend non seulement de leur compétitivité-prix face à leurs concurrentes à l'étranger, mais également de la

<sup>2</sup> Indication publiée le 19 mars 2015 par le Groupe d'experts de la Confédération pour les prévisions conjoncturelles.

demande extérieure. On peut estimer ce rapport avec un simple modèle à correction d'erreur<sup>3</sup>, selon lequel les exportations dépendent à court et à long termes du cours de change réel pondéré et d'un indicateur de la demande mondiale<sup>4</sup>.

Notre principal résultat est que l'évolution du total des exportations suisses de marchandises dépend en premier lieu de la demande mondiale. Le taux de change réel, quant à lui, joue un rôle beaucoup moins important. Cela tient probablement à la quote-part élevée dans les exportations des produits de luxe et des médicaments, deux secteurs peu sensibles aux prix. Ajoutons que, à court terme, les contrats préexistants se poursuivent, de sorte que les fluctuations de change ne font sentir leurs effets qu'après un certain temps de latence.

Nous avons, en outre, estimé le modèle pour les trois principales rubriques d'exportation. Pour chacune d'entre elles, la demande mondiale est déterminante, mais

3 Voir les Tendances conjoncturelles du Seco, printemps 2010, pp. 35 ss, ainsi que Indergand R. et Mahlstein K, «Les exportations suisses face au franc fort», La Vie économique, 1/2-2012, pp. 8 ss.

4 Nous nous référons aux exportations de marchandises sans l'or non monétaire, les objets de valeur et le commerce de transit. La demande mondiale se reflète dans le taux de croissance du PIB des 17 principaux partenaires commerciaux de la Suisse, pondéré en fonction de leur quote-part aux exportations. Nous avons analysé la période allant du 1er trimestre 1980 au 3e trimestre 2014. Les élasticités de la demande et du cours de change atteignent respectivement 2 et -0,4!!! à long terme, 3 et -0,2!!! à court terme. Les concepts de «long» et de «court» terme se réfèrent à une relation de cointégration ou aux écarts par rapport à celle-ci.

leur sensibilité aux taux de change n'est pas la même. Pour la branche de la chimie et de la pharmacie, ainsi que pour celle des instruments de précision, de l'horlogerie et de la bijouterie, la demande mondiale joue un rôle particulièrement important, tandis que leur sensibilité aux taux de change est particulièrement faible. La branche des machines et de l'électronique y est, par contre, nettement plus sensible.

Ces vingt dernières années, les branches particulièrement résistantes aux fluctuations de change ont gagné en importance (voir illustration 2). La rubrique «chimie/pharmacie» représentait quelque 26% des exportations en 1995, pour 42% en 2014. La branche «instruments de précision/horlogerie/bijouterie» est passée, elle, de 15 à 21%. La branche des machines, plus sensible aux taux de change, a chuté en revanche de 29 à environ 16%. Les autres rubriques – notamment les textiles, le papier et l'énergie – ont également perdu du terrain. C'est la raison pour laquelle les exportations suisses se sont, dans leur ensemble, affranchies des taux de change. Cela explique aussi pourquoi elles se sont relativement bien remises de la crise économique mondiale, malgré la cherté du franc.

Ces résultats sont encourageants, en particulier du fait que l'économie mondiale se présente sous un jour plus favorable que ces dernières années. Les perspectives pour la zone euro sont clairement positives: en 2015, le taux de croissance

devrait s'élever à 1,4%. En Allemagne, pays qui absorbe presque un cinquième de nos exportations, il devrait même atteindre 1,8%. Depuis quelque temps, les États-Unis bénéficient également d'un essor économique général.

Dépendant fortement de la demande mondiale, les exportations suisses de marchandises devraient largement bénéficier du redressement de l'économie mondiale. À condition que le franc ne subisse pas de nouvelles hausses massives, cela devrait compenser, du moins en partie, les préjudices qui pourraient découler de sa récente appréciation pour le commerce extérieur. Ces perspectives, bien que positives, ne doivent toutefois pas occulter le fait que l'évolution des taux de change exerce déjà une forte pression sur certaines entreprises et branches, comme le tourisme.



**Felicitas Kemeny**

Collaboratrice scientifique, secteur Conjoncture, Secrétariat d'État à l'économie SECO.

**Vincent Pochon**

Collaborateur scientifique, secteur Conjoncture, Secrétariat d'État à l'économie SECO.

## Le point de vue de l'industrie pharmaceutique sur le franc fort

Le franc fort pèse sur l'économie suisse. L'un des remèdes réside dans un surcroît de compétitivité. Les milieux politiques doivent également faire preuve d'initiative; c'est, en tous cas, l'avis du groupe pharmaceutique Novartis. *Stephan Mumenthaler, Barbara von Schnurbein*

En janvier dernier, suite à l'abandon du cours plancher, le franc suisse a gagné jusqu'à 20%, surtout vis-à-vis de l'euro. Les raisons sont les mêmes qu'en 2011, lorsque la Banque nationale suisse avait introduit un seuil minimal. Les marchés financiers sont, aujourd'hui comme à l'époque, dominés par l'incertitude.

En 2011, la crise financière avait laissé d'importantes séquelles dans le monde,

ce qui avait affaibli le dollar US et la livre sterling. Aujourd'hui, la crise de la zone euro n'est pas encore derrière nous; cela se traduit notamment par un manque de confiance dans la monnaie européenne. Malheureusement, la question grecque n'est pas encore résolue et les problèmes économiques que subissent d'autres pays de la périphérie de l'UE menacent de durer. Tout comme en 2011, les investisseurs

réagissent aujourd'hui à cette incertitude en cherchant des valeurs refuges, notamment le franc, qu'ils valorisent massivement par rapport à l'euro.

### Les grands groupes ressentent un effet de levier

Plus la part des exportations vers la zone euro et celle des coûts en francs acquit-





SHUTTERSTOCK

Une monnaie durablement forte pousse les entreprises à accroître leur productivité. Ces dernières années l'ont bien montré.

tés en Suisse sont élevées, plus les entreprises exportatrices ressentent un besoin immédiat d'agir. Lors du choc de 2011, beaucoup d'entre elles avaient déjà réagi en optimisant leur chaîne logistique pour se rapprocher de la parité de change «naturelle» où les parts des coûts et des bénéfices sont semblables dans toutes les zones monétaires. La plupart des entreprises en sont encore très éloignées aujourd'hui.

Véritable moteur des exportations suisses, l'industrie pharmaceutique est fortement touchée. En glissement annuel, ses ventes à l'étranger ont progressé de 3,6% et dépassé 66 milliards de francs. Cela représente un tiers environ des exportations nationales en volume.

Même un grand groupe suisse de dimension planétaire comme Novartis ressent les effets du franc fort. Alors que, compte tenu de l'exiguïté du marché suisse par rapport au reste du monde, 1

à 2% seulement de son chiffre d'affaires est réalisé en francs, plus de 10% de ses coûts restent libellés dans cette monnaie. Les variations du taux de change ont donc un effet de levier considérable; le résultat opérationnel est d'autant plus sensible à l'appréciation du franc que l'écart entre les coûts et les bénéfices libellés en cette monnaie est grand.

Nombre d'entreprises ont annoncé des réductions d'effectifs dans les deux mois qui ont suivi la décision de la BNS et la progression du franc. Début mars, 1500 emplois étaient déjà détruits en Suisse, toutes branches confondues. Étant donné que leurs carnets de commande du premier trimestre sont souvent bien remplis, beaucoup de firmes réagissent dans l'immédiat en recourant au travail supplémentaire ou en réduisant les salaires plutôt qu'en faisant appel au chômage partiel. La flexibilité du marché suisse de l'emploi le permet.

## La théorie veut que le taux de change reflète le pouvoir d'achat

Malgré toutes les mesures adoptées par les entreprises pour rester compétitives, on peut se demander si, et sous quelle forme, l'État peut les soutenir dans leurs efforts.

Le bon taux de change pour une économie nationale – et d'abord pour son industrie – est celui qui reflète la productivité relative effective du pays par rapport à l'extérieur. Dans la pratique, on se réfère souvent à la parité de pouvoir d'achat (PPA), soit au taux de change (fictif) défini par un panier de marchandises dont le coût serait identique dans les diverses zones monétaires considérées.

Même avec un tel taux de change, des entreprises font faillite et les mutations structurelles se poursuivent. Toutefois, dès lors que la parité de pouvoir d'achat reflète la productivité réelle, la concurrence internationale est équitable et les économies nationales s'en accommodent généralement fort bien.

## «À long terme, nous serons tous morts»

La situation pose problème quand, pour d'autres raisons (en l'occurrence l'évolution des marchés financiers), l'écart par rapport à la PPA devient si important que les entreprises exportatrices ne sont plus compétitives face à leurs concurrentes étrangères. Durant le premier trimestre 2015, l'écart a été énorme. La brusque hausse du franc s'est traduite par une forte surévaluation, visible à la différence entre la PPA et le taux de change (voir *illustration*). À long terme, on peut certes s'attendre à ce que le mouvement s'inverse; en attendant, le danger de voir des emplois industriels irrémédiablement perdus est bien réel, alors qu'avec un taux de change équitable, ces emplois seraient restés parfaitement compétitifs. Autrement, nous pouvons toujours faire nôtre la devise de l'économiste britannique John Maynard Keynes: «À long terme, nous serons tous morts».

## L'économie et l'État doivent se compléter

Il importe de distinguer entre les différentes origines de la fluctuation des cours, si l'on veut aboutir à des recommandations utiles. Lorsqu'un taux de change ne s'écarte pas sensiblement de la PPA et que ses fluctuations restent modestes, les entreprises sont en mesure de réagir de manière adé-

quate. L'économie peut ainsi compenser un raffermissement continu de la monnaie par des mesures destinées à encourager l'innovation ou à accroître la productivité.

Les réactions rapides sont en revanche limitées lorsque ce cours s'écarte fortement de la PPA. Selon la situation conjoncturelle, l'entreprise peut décider d'introduire le chômage partiel ou d'allonger la durée hebdomadaire de travail sans relever la rémunération, mais aussi de procéder à des licenciements ou de délocaliser des sites de production à l'étranger. Une appréciation brutale du franc peut donc donner un sérieux coup de frein à l'économie. Le problème est que les entreprises qui délocalisent des sites de production ou des emplois pour des raisons de change ne les rapatrient pas en Suisse lorsque la situation s'améliore<sup>1</sup>.

Étant donné la force d'inertie de la compétitivité, il en faut beaucoup pour que des entreprises solidement établies suppriment des emplois ou délocalisent. Toutefois, lorsque la goutte d'eau fait déborder le vase – une surévaluation aussi forte et rapide en constitue un exemple –, des réactions violentes et des pertes irrémédiables sont à craindre.

Les deux tendances ont été observées depuis la crise financière. On note une revalorisation fondamentale (représentée par la ligne du taux de change conforme à la PPA dans l'illustration)

<sup>1</sup> Mumenthaler et von Schnurbein (2015).

## Les politiques doivent renforcer la compétitivité du pays

L'économie suisse ne parviendra à déjouer ces difficultés que si ses conditions-cadres s'améliorent continuellement. Ses atouts doivent être développés afin de compenser l'évolution des taux de change. L'industrie pharmaceutique est un domaine d'activité qui investit beaucoup dans la recherche et dont les produits connaissent des cycles longs. L'innovation et la productivité doivent, dès lors, progresser en permanence pour ne pas être dépassées sur le marché mondial. Si la formation et la recherche doivent demeurer des domaines d'excellence, il faut aussi que les conditions-cadres se fixent trois grandes priorités: l'ouverture des marchés, la politique fiscale et la flexibilité du marché de l'emploi.

L'ouverture des marchés doit permettre à la Suisse d'accueillir des talents internationaux et d'accroître ses débouchés étrangers. L'industrie pharmaceutique, qui est basée sur l'innovation, doit pouvoir recruter du personnel extrêmement qualifié dans le monde entier pour poursuivre ses activités de recherche en Suisse. Or, notre future compétitivité est déjà désavantagée dans ce domaine, en raison notamment de la réduction des contingents réservés aux ressortissants d'États tiers prévue par la Confédération et de la mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse. Souhaitons que l'on agisse avec discernement dans les deux cas.

L'accès au grand marché européen dépendra ces prochaines années de la fa-

çon dont l'initiative contre l'immigration de masse sera mise en œuvre. Les accords bilatéraux ont fait leurs preuves et ne devraient pas être remis en jeu inconsidérément. Par exemple, l'accord sur les barrières techniques au commerce facilite considérablement les échanges avec l'UE dans la mesure où il évite les contrôles doubles ou même multiples de chaque lot ou centre de production<sup>2</sup>.

**Les entreprises qui délocalisent des sites de production ou des emplois pour des raisons de change ne les rapatrient pas en Suisse lorsque la situation s'améliore.**

**Trois priorités: l'accès aux marchés, la fiscalité et le temps de travail**

Les accords de libre-échange multilatéraux ou bilatéraux doivent éviter toute discrimination des produits suisses, en améliorant constamment leur accès aux marchés des États tiers. Un tel accord doit, toutefois, garantir une protection efficace de toutes les

<sup>2</sup> Le terme de lot comprend la totalité du produit faisant l'objet d'un procédé par lots. Cela signifie que l'objet considéré a été produit et emballé de la même façon.

## Évolution du taux de change et de la parité de pouvoir d'achat

2 CHF/euro



Avant l'introduction de l'euro (2002), c'est le Système monétaire européen qui a été pris en considération. La méthode a consisté à établir une moyenne des taux de change des devises qui en faisaient partie.

MACROBOND, CALCULS D'ECONOMIESUISSE / LA VIE ÉCONOMIQUE

■ Taux de change CHF/EUR (nominal) ■ PPA CHF/EUR [lavieeco.ch/?p=20956](http://lavieeco.ch/?p=20956)

formes d'innovation, en affirmant les droits de la propriété intellectuelle.

La politique fiscale est, en outre, l'un des piliers de la compétitivité. La troisième réforme de l'imposition des entreprises doit notamment permettre de l'adapter aux normes internationales. Sans cela, la Suisse perdrait ses avantages en la matière. Il est, par ailleurs, essentiel de compenser l'abolition des régimes fiscaux cantonaux dont bénéficiaient les sociétés holding, notamment par un système de «licence boxes».

Il ne s'agit pas de faire des cadeaux à l'industrie, mais simplement de préserver l'attrait fiscal et la compétitivité de notre pays. En cas de recours aux «licence boxes», il serait judicieux d'y inclure des déductions pour la recherche et développement. Combiné à un tel système, l'encouragement «en amont» permettrait aux industries suisses de continuer à mener leurs recherches sur place à grande échelle.

Il faut, enfin, préserver la flexibilité de l'emploi en Suisse. La réglementation du temps de travail soulevait un conflit irrésolu jusqu'ici. Le décalage entre l'obligation d'enregistrer scrupuleusement les horaires effectués et les réalités du monde moderne s'est, en effet, accentué ces dernières années. Pendant longtemps, aucun accord n'a été possible. En février dernier, on a enfin pu faire état d'une première percée, les partenaires sociaux s'accordant sur une proposition de compromis du conseiller fédéral Johann Schneider-Ammann. La solution proposée consiste à inscrire dans l'ordonnance la possibilité de renoncer sous certaines conditions à saisir le temps de travail. Elle mérite d'être saluée et devrait entrer rapidement en vigueur.

## Ne pas oublier les réglementations spécifiques aux branches

Tous les efforts déployés pour améliorer le cadre réglementaire général ne doivent pas occulter le fait que le succès d'une industrie dépend aussi étroitement des dispositions spécifiques aux branches. Cela concerne l'ensemble de l'économie, des banques (concept «too big to fail») à l'in-

dustrie horlogère (concept «Swissness») en passant par celle de la pharmacie.

On constate que, dans ce dernier cas, les efforts déployés vont dans des sens diamétralement opposés. D'un côté, le plan directeur pour l'encouragement de la recherche biomédicale, que le Parlement a demandé au Conseil fédéral, doit être ambitieux et de grande portée. Le débat concernant la loi sur les produits thérapeutiques l'a déjà intégré sous la forme d'incitations supplémentaires en faveur de la recherche sur les maladies rares et les indications pédiatriques. D'un autre côté, l'ordonnance sur l'assurance-maladie, que le Conseil fédéral a adaptée il y a quelques années, ne fixe plus les prix – et, en particulier, ceux des médicaments soumis à contrôle – que par comparaison avec ceux pratiqués à l'étranger, bien que la loi fédérale sur l'assurance-maladie préconise aussi une approche thérapeutique transversale. Cette lacune doit être définitivement corrigée lors de la révision de l'ordonnance, actuellement en cours.

Le Secrétariat d'État à l'économie (Seco) insiste régulièrement sur le fait que la Suisse n'a pas de politique industrielle et que c'est donc à juste titre qu'elle renonce à subventionner des branches particulières<sup>3</sup>. Le gouvernement s'emploie davantage à renforcer la concurrence et le cadre réglementaire général. Il serait absurde que l'État tente d'une main de renforcer la compétitivité économique avec des réglementations générales et qu'il annule en même temps cet effet en édictant des dispositions spécifiques aux branches.

Une politique industrielle «intelligente» – qui renforce donc l'ensemble de l'économie – consisterait à tenir dûment compte des répercussions que peut avoir une réglementation spécifique sur la compétitivité de la branche<sup>4</sup>. L'économie et l'État doivent tirer à la même corde pour surmonter la surévaluation momentanée du franc et dessiner l'avenir de la place industrielle suisse.

<sup>3</sup> DEFR (2014), p. 76.

<sup>4</sup> Mumenthaler (2012).



**Stephan Mumenthaler**  
Chef économiste,  
Bâle.

**Barbara von Schnurbein**  
Économiste,  
Novartis, Bâle.

## Bibliographie

Mumenthaler Stephan, «Pour une politique industrielle 2.0», *La Vie économique*, 7/8 2012, pp. 19–20.

Mumenthaler Stephan et von Schnurbein Barbara, «The Stickiness of National Competitiveness: Implications for Switzerland and Beyond», *Aussenwirtschaft*, à paraître.

Département fédéral de l'économie, de la formation et de la recherche DEFR, *Rapport du 16 avril 2014 faisant suite au postulat Bischof (11.3461). Une politique industrielle pour la Suisse*, Berne, 2014.

## «En économie aussi, il existe une sorte de pesanteur»

Dans un entretien avec *La Vie économique*, Felix Brill livre ses réflexions concernant la surévaluation du franc. Le nouveau CEO de l'entreprise zurichoise Wellershoff & Partner se dit convaincu que l'économie suisse se sortira sans trop de mal de cette épreuve. Une politique monétaire indépendante présente bien des avantages, assure cet économiste. Il espère que la Banque nationale suisse supprimera les taux d'intérêts négatifs dans quelques mois. *Susanne Blank*

**M. Brill, vous êtes depuis peu le CEO de Wellershoff & Partners. Quels sont les défis qui vous attendent?**

J'ai participé à la construction de cette entreprise, dont je suis l'un des partenaires fondateurs. Jusqu'ici, j'occupais la fonction de chef économiste. Dorénavant, d'autres préoccupations viendront s'ajouter à l'analyse économique. Je dois certes me soucier de ce dont nous avons besoin pour que les affaires marchent le mieux possible. D'autres questions se posent, toutefois, naturellement à l'esprit: comment continuer à développer l'entreprise? Ou quelle est la meilleure manière de mettre en œuvre notre stratégie? La situation actuelle est exigeante pour beaucoup de nos clients. C'est une période intéressante pour notre société: il se passe tellement de choses.

On recommande aux investisseurs suisses des monnaies comme la couronne norvégienne: Felix Brill, lors d'un entretien avec *La Vie économique* au restaurant du casino, à Berne.

**Avez-vous plus de mandats depuis le 15 janvier dernier, date à laquelle le cours plancher du franc par rapport à l'euro a été supprimé?**

À court terme, nous avons effectivement reçu plus de mandats, car l'insécurité s'est accrue. Nous avons déjà averti nos clients existants qu'une telle situation pouvait survenir.

**Quels conseils donnez-vous à une entreprise exportatrice qui souffre de la vigueur du franc?**

En principe, on peut dire ceci: à l'heure actuelle, les entreprises qui exportent principalement vers la zone euro n'ont pas à prendre de mesures supplémentaires pour se couvrir contre les risques de change. Cela ne ferait qu'engendrer des coûts. La probabilité que le franc subisse une nouvelle réévaluation substantielle est plutôt faible en ce moment. En même temps, ces entreprises doivent s'arranger pour continuer de tourner. Selon les expériences

faites après l'éclatement de la crise de la dette en Europe, elles peuvent par exemple accorder des réductions temporaires sur les prix.

**Que dites-vous aux établissements financiers?**

Nous leur conseillons explicitement d'effectuer des placements en monnaies étrangères. Les positions en euros nous paraissent particulièrement intéressantes. Le franc est également très fort vis-à-vis de nombreuses autres monnaies. Celles de la Scandinavie, comme la couronne norvégienne, en sont un exemple. Les pays émergents offrent également un grand choix de devises.

**Vous leur donnez ce conseil en espérant que la faiblesse de l'euro s'atténue?**

Exactement. Mais je ne me réfère pas au principe de l'espoir, car il s'agit toujours de peser les chances et les risques. Ce qui est intéressant dans la situation actuelle, c'est que l'on peut investir à grande échelle dans



### L'invité

Felix Brill est le CEO de Wellershoff & Partners depuis avril 2015. Pendant les cinq dernières années, il a dirigé, en tant que chef économiste, le groupe d'analyses économiques de l'entreprise. Il continuera d'assumer cette fonction en la cumulant avec celle de CEO. Felix Brill est âgé de 35 ans et vit à Zurich. Il a étudié et obtenu un doctorat aux universités de Saint-Gall, Berne et Stockholm. Il a fait ses armes à l'UBS en tant que chef des Analyses conjoncturelles suisses.

### Wellershoff & Partner

L'entreprise zurichoise Wellershoff & Partners est spécialisée dans le conseil économique et les questions relatives aux marchés financiers. Elle compte parmi ses clients des entreprises industrielles, des banques, des caisses de pension et des assurances suisses. Ces sociétés lui soumettent par exemple des questions spécifiques aux placements. Les conseillers analysent également l'évolution des marchés et des risques monétaires. L'entreprise, fondée en 2009 par Klaus Wellershof, emploie dix collaborateurs.



des pays étrangers sans avoir à se couvrir contre les risques de change.

#### Avez-vous d'autres recommandations?

Oui. Le débat médiatique s'est fortement concentré sur l'industrie d'exportation, mais il existe aussi beaucoup d'importateurs en Suisse. Nous conseillons à ces derniers de se couvrir dès maintenant contre une appréciation de l'euro.

**La Banque nationale a été vivement critiquée, lorsqu'elle a aboli le taux plancher. Deux mois après, la moitié des électeurs trouvent cette mesure correcte, selon un sondage d'opinion. Comment expliquez-vous cet étonnant revirement?**

Trois facteurs y ont contribué. Premièrement, la BNS est parvenue à mieux expliquer au fil des jours pourquoi cette mesure était inévitable. Au début, sa méthode de communication n'était pas tout à fait optimale. Peut-être fallait-il aussi un peu de temps. Ce n'est pas une question facile.

#### Et la deuxième explication?

La grande crise que l'on craignait ne s'est toujours pas produite. Entre-temps, nous disposons des premières données et estimations, qui ne sont si mauvaises que cela. La troisième raison est la plus importante: la majorité des personnes interrogées profitent de prix réduits grâce à la baisse de l'euro. Moi qui suis un passionné de vélo, je reçois une avalanche de courriels publicitaires qui promettent des rabais de 20%. Dans ma tête, je me dis: «Est-ce vraiment une bonne chose?» Pour parler franchement, je ne me sens pas coupable d'acheter une marchandise meilleur marché. Au contraire, je m'en réjouis et me dis qu'il me restera plus d'argent pour d'autres choses; aller au restaurant, par exemple.

**D'aucuns disent que la BNS devrait suivre une autre politique monétaire. Le Danemark indexe sa monnaie sur l'euro, tandis que Singapour contrôle la sienne en la liant à un panier de devises. Serait-ce également une option pour la Suisse?**

D'abord, on doit clarifier un principe politique: la société est-elle prête à renoncer à un droit souverain?

#### Pouvez-vous préciser?

Une politique monétaire autonome est l'une des principales formes de souveraineté que l'on peut avoir dans la politique économique. Un État doté de sa propre

monnaie peut mieux influencer sur l'économie indigène, même si une petite économie ouverte, comme la Suisse, reste naturellement dépendante de l'étranger. Cela étant, le mandat principal de la BNS est d'assurer la stabilité des prix en tenant compte du contexte économique. La loi sur la Banque nationale suisse ne dit rien concernant la suspension d'un taux de change libre.

---

**«Si les clients mettaient effectivement leur argent sous un matelas, cela aboutirait à une panique bancaire absurde: les gens ne retireraient pas leurs fonds parce que la monnaie se déprécie, mais à cause des coûts trop élevés.»**

D'après moi, l'introduction du cours plancher a été possible uniquement parce que la BNS a affirmé: «Ceci est une mesure d'urgence temporaire.»

**Du point de vue juridique, une indexation permanente sur d'autres monnaies ne serait donc pas possible. Et politiquement?**

Il y a quinze ans que je vis en Suisse et j'ai réalisé à quel point la question de la souveraineté nationale est importante. En même temps, elle est éminemment politique. Malgré tout, on ne cessera jamais d'en discuter. Il ne faut, cependant, pas oublier qu'une telle situation n'a pas que des avantages. Elle engendre aussi des coûts.

**Concrètement, quels avantages offre l'indépendance?**

En Suisse, nous avons bénéficié d'un bonus d'intérêt pendant des décennies. Les entreprises pouvaient ainsi se financer à des coûts avantageux. En ce moment, cela semble être plutôt une malédiction qu'une bénédiction, car les taux sont négatifs. Je pense, toutefois, que le temps viendra où nous pourrions de nouveau apprécier cet avantage.

**La banque nationale a donc agi dans l'intérêt général le 15 janvier dernier.**

Oui, car une politique monétaire axée uniquement sur quelques branches ne sert pas l'intérêt général. Le taux plancher nous l'a montré: les coûts peuvent être considé-

rables. Je pense ici aux pertes comptables sur les réserves de devises. La gestion de ces importantes réserves et leur démantèlement, qu'il faudra bien entreprendre un jour ou l'autre, seront la tâche herculéenne de ces prochaines années. Le taux plancher est un outil qui accompagnera encore longtemps la politique monétaire de la BNS.

#### Quelles solutions entrevoyez-vous?

Franchement, pas beaucoup. La Banque nationale suisse n'a pas la même marge de manœuvre que la Réserve fédérale américaine. Le problème est le suivant: en raison de ses importantes réserves de devises, la banque nationale est encore plus limitée qu'avant. Elle dépend dans une large mesure de la Banque centrale européenne.

**La banque nationale a, cependant, décidé de distribuer un milliard de francs supplémentaire aux cantons et à la Confédération. Cela fait au total 2 milliards pour l'exercice 2014.**

Il faut examiner cette distribution avec un œil critique. Avec les taux de change actuels, la couverture en fonds propres est très faible. Dans les minutes qui ont suivi l'abandon du taux plancher, les cours ont subi de fortes fluctuations, provoquant même une situation de sous-couverture.

**La distribution du bénéfice, décidée le 24 avril, était donc un luxe?**

Je crains que le thème de la distribution du bénéfice ne revienne sur le tapis ces prochaines années, étant donné le niveau élevé des réserves en devises. Actuellement, celles-ci atteignent quelque 520 milliards de francs. Si le franc s'apprécie ne serait-ce que de 1%, les réserves fondront de 5,2 milliards.

**Dans une analyse de régression, vous avez constaté qu'après une année, le franc rattrape environ un tiers de sa surévaluation. Après deux ans, ce sont déjà 60% et après trois ans 80%. Est-ce à dire que les choses vont se régler d'elles-mêmes?**

(Rires) En économie aussi, il existe une sorte de pesanteur. Si cette idée me plaît, c'est peut-être parce que j'ai aussi étudié la physique. Plus sérieusement, nous ne savons pas, hélas, quand la force de gravité déploiera de nouveau tous ses effets. L'économie n'est pas un laboratoire.

**Votre étude se base sur des situations passées.**

Comment expliquer correctement l'évolution d'un taux de change à long terme,



que ce soit dans une direction ou dans une autre? Il n'existe pas beaucoup de possibilités. Nous en avons une seule à vrai dire, qui fonctionne d'ailleurs de manière empirique depuis le XVI<sup>e</sup> siècle: l'évolution relative de l'inflation et la parité du pouvoir d'achat qui en découle. Certes, ce n'est pas une science exacte, mais on peut en tirer des indications très fiables.

**À combien estimez-vous la parité de pouvoir d'achat?**

Elle se situe vraisemblablement autour de 1,27 franc pour un euro. Sur la base des monnaies qui l'ont précédé, nous avons recalculé l'euro en remontant jusqu'en 1980. Nous avons, dès lors, constaté que la situation actuelle est inédite: par le passé, le franc n'a jamais été aussi éloigné de la parité de pouvoir d'achat que maintenant. Il est actuellement surévalué d'environ 20%. C'est vraiment beaucoup. Cependant, notre analyse a aussi montré que les erreurs d'appréciation peuvent perdurer.

**La situation pourrait donc durer plus longtemps que les trois années calculées dans votre étude?**

Certainement. Cette analyse nous aide à préparer l'avenir, mais elle ne nous permet pas de faire des pronostics précis. Nous recommandons donc à nos clients de ne pas se fier à l'exactitude apparente de prévisions ponctuelles. On le voudrait dans les périodes troublées, mais voilà ...

**Une meilleure sécurité dans la planification serait bien utile.**

Oui. Je veux simplement dire ceci: la probabilité que le franc s'affaiblisse ces deux prochaines années est beaucoup plus grande que celle de le voir s'apprécier sensiblement. Des facteurs aussi bien économiques que politiques vont dans ce sens. Néanmoins, je ne peux pas exclure qu'une situation extrême s'aggrave encore.

**Vous parlez de facteurs politiques. Aujourd'hui, des voix s'élèvent de toutes**

**parts pour exiger des allègements et des programmes conjoncturels. Cela peut-il aider les branches concernées?**

Je suis par principe réservé sur ce point. L'activisme n'est jamais bon. Il est évident que le 15 janvier a été un choc. Cependant, le fait de ne pas trop intervenir nous a assez bien réussis jusqu'à présent. Malheureusement, le souvenir de la crise financière de 2009 s'estompe. Alors que tout le monde réclamait des mesures conjoncturelles, la Suisse a fait preuve d'une grande retenue.

**La Suisse aussi a concocté un programme de stabilisation.**

Oui, mais ponctuel. Il est important que de telles mesures soient limitées dans le temps – comme le chômage partiel. Annuler une règle est beaucoup plus difficile. À cela s'ajoute un autre aspect: dans quelle mesure la société est-elle prête à supporter les coûts d'un programme conjoncturel? Voulons-nous par exemple soutenir le tourisme? Il ne s'agit pas seulement de maintenir en vie des en-



treprises. D'autres aspects jouent également un rôle. On doit parler ouvertement des coûts effectifs et potentiels.

**Il existe de grandes différences entre les prévisions conjoncturelles. Globalement, tous les instituts annoncent un ralentissement plus ou moins marqué de la croissance. D'après votre appréciation de la situation, la crise va-t-elle arriver ou non?**

Pour quelques branches – notamment le tourisme –, la situation sera très difficile: elles n'ont pas de matelas pour amortir le choc. Dans l'ensemble, je pense toutefois que l'économie suisse s'en tirera sans trop de mal.

**Qu'est-ce qui vous rend tellement optimiste?**

Modérément optimiste. (*rires*). Par rapport à la situation prévalant en 2011, quand nous avons dû surmonter le premier choc du franc, les perspectives de nos principaux partenaires commerciaux européens se sont nettement améliorées. Il semble vraiment que l'Europe soit enfin sortie de la

crise économique. Les enquêtes conjoncturelles de la Commission européenne, en particulier, sont encourageantes. La zone euro retrouve le chemin de la croissance. L'économie espagnole se relève rapidement. La situation s'améliore aussi dans d'autres pays qui donnaient du souci, comme l'Italie. La demande de produits suisses devrait recommencer à augmenter en Europe. Surtout si le franc s'affaiblit effectivement. Je conseille donc à mes clients d'accorder dans la mesure du possible des rabais temporaires sur les prix, afin de ne pas perdre leurs parts de marché.

**Qu'en est-il du chômage? Devons-nous nous préparer à une forte hausse?**

Je ne pense pas. Hormis dans quelques branches, je ne m'attends pas à une hausse inquiétante. Le problème réside plutôt dans la progression de l'emploi. Celle-ci était un moteur essentiel de la croissance ces dernières années, avec l'immigration. À court terme, la consommation des ménages continuera de soutenir la conjonc-

ture, étant donné que nous profitons de prix avantageux à l'importation. À long terme, le défi consiste à conserver l'attrait de notre site d'investissement. Une certaine insécurité règne aussi au niveau politique, en raison notamment de l'initiative contre l'immigration de masse.

**En abolissant le cours plancher, la BNS a également introduit des taux d'intérêt négatifs. Quels en sont les effets secondaires? Les banques concernées se trouvent face à un dilemme: doivent-elles répercuter les taux négatifs sur leurs clients? Si elles le font, elles prennent le risque de les voir partir.**

**... et qu'ils mettent leur argent sous un matelas?**

Peut-être d'abord dans une autre banque qui ne répercute pas encore les taux d'intérêts négatifs. Toutefois, si une banque ne le fait pas, elle a plus de difficultés à constituer des fonds propres. Il lui manque déjà l'argent qu'elle verse à la BNS sous la forme d'intérêts négatifs. Si les clients mettaient effectivement leur argent sous un matelas, cela aboutirait à une panique bancaire absurde: les gens ne retireraient pas leurs fonds parce que la monnaie se déprécie, mais à cause des coûts trop élevés. En outre, les taux d'intérêts négatifs provoquent des effets secondaires indésirables. Une caisse de pension pourrait être tentée de prendre des risques plus élevés ailleurs.

**Ces taux négatifs vont-ils nous accompagner longtemps?**

Je crains en effet que devions nous en accommoder pendant encore un certain temps. Les taux d'intérêts négatifs obéissent à plusieurs facteurs. L'un d'eux est la politique de la Banque centrale européenne qui pourrait, par exemple, cesser de prolonger les siens. Pour le moment, elle n'en prend pas le chemin. Son grand programme de rachat d'obligations durera au moins jusqu'en septembre 2016. Le taux de change est un autre facteur. La condition indispensable serait que le franc s'affaiblisse. Plus vite cela ira, plus tôt la BNS renoncera à ce dispositif.

**Cela va donc durer encore des années.**

Des années peut-être pas, mais des mois. Cela dit, c'est une prévision qui est empreinte d'une certaine dose d'espoir.

*Entretien: Susanne Blank, rédactrice en chef de «La Vie économique», Photos de Marlen von Weissenfluh*