

Les défis de la Banque nationale face aux turbulences internationales

Depuis le début de la crise économique et financière, la Banque nationale suisse a pris des mesures exceptionnelles de politique monétaire, afin de garantir la stabilité des prix et de soutenir la croissance. *Carlos Lenz, Matthias Lutz*

Abrégé Depuis une dizaine d'années, l'économie suisse est touchée par des turbulences internationales qui ont freiné sa croissance et ont fortement poussé le franc à s'apprécier. La Banque nationale suisse (BNS) a répondu à ces turbulences par un assouplissement inédit de sa politique monétaire, qui a aidé à garantir la stabilité des prix à moyen terme et a permis à l'économie de se redresser. Cependant, la politique monétaire ne peut pas poursuivre des objectifs de politique structurelle: cela dépasserait le mandat de la BNS.

contrainte ne concerne pas uniquement le long terme (changements technologiques, évolution dans les habitudes de consommation à l'échelle globale, etc.), mais peut également générer des perturbations à court terme. La Suisse ressent d'autant plus fortement les changements soudains que son économie est ouverte.

Petite économie disposant de ressources naturelles limitées, la Suisse a toujours eu besoin de nouer des relations avec l'extérieur. Elle s'est ainsi bien intégrée dans le commerce des biens et des services de même que dans les échanges de capitaux. Son ouverture économique a contribué de manière décisive à sa prospérité actuelle.

En contrepartie, la Suisse ne peut pas se soustraire à l'évolution internationale. Cette

Des changes flottants pour une politique monétaire autonome

Au début des années septante, lorsque le système de Bretton Woods a pris fin, la Suisse a adopté les changes flottants. Une telle stratégie est essentielle pour conduire une politique monétaire autonome dans un environnement dominé par la libre circulation des capitaux. Sur le long terme, cette déci-

Nigel Farage, le vainqueur du Brexit, parle à Londres après le vote. Le cours du franc monte.



Le 15 janvier 2015, Thomas Jordan, président de la banque nationale, annonçait la fin du taux plancher. Celui-ci n'était plus tenable.



KEYSTONE

sion s'est révélée judicieuse. En effet, une politique monétaire autonome permet de prendre en compte les besoins spécifiques de l'économie, en apportant une réponse directe aux chocs intérieurs, tout en contrôlant l'évolution à long terme du renchérissement. Sa souveraineté monétaire a permis à la Suisse de bénéficier, durant plusieurs décennies, d'une remarquable stabilité des prix.

Toutefois, cette autonomie a un coût : un contrôle des cours ne peut pas être envisagé sur la durée. Tant que les fluctuations sont modérées et qu'elles contribuent à l'équilibre du commerce extérieur, cette situation n'est pas problématique. En revanche, lorsque l'économie est confrontée à de fortes variations de cours, l'incertitude augmente. En outre, il existe des périodes, durant parfois plusieurs années, où les cours s'écartent des fondamentaux. Dans ce contexte, en cas de turbulences au niveau international, la Suisse présente une spécificité : sa monnaie est perçue comme une valeur refuge.

Les turbulences mondiales poussent le franc à la hausse

La Suisse est affectée par des turbulences mondiales depuis une dizaine d'années. La crise ban-

caire et financière de 2007-2008, la récession de 2008-2009 et la crise de l'euro depuis 2011 en sont les exemples les plus marquants. Malgré tous les efforts déployés par les gouvernements et les banques centrales, ces chocs ont suscité, à l'échelle mondiale, une forte incertitude non seulement sur les marchés financiers, mais également dans l'économie réelle. Cette période s'est caractérisée par un ralentissement de la croissance, des taux d'intérêt faibles et une inflation très basse.

La Suisse n'a pas pu se soustraire totalement aux turbulences. D'une part, son économie s'est ralentie. D'autre part, cette période de crise mondiale s'est traduite par une pression à la hausse sur le franc, avec une ampleur parfois extrême. Le pilotage des conditions monétaires par la Banque nationale suisse (BNS) s'en est trouvé fortement compliqué. Cela ne signifie, cependant, pas que cette dernière n'ait rien pu entreprendre et qu'elle se soit contentée d'observer les événements.

L'action de la BNS a pris une ampleur inédite

Bien au contraire, depuis le début de la crise économique et financière, la BNS est intervenue d'une manière qui aurait été impensable aupa-

ravant. Pour affronter les turbulences internationales et la pression sur le franc, elle a agi à différents niveaux, assouplissant de plus en plus sa politique monétaire. Elle a d'abord abaissé rapidement les taux d'intérêt, puis elle a considérablement augmenté les liquidités; enfin, elle a acheté de grandes quantités de devises. L'ampleur de son action se manifeste dans l'accroissement considérable de son bilan.

Ces mesures non conventionnelles ont permis d'endiguer l'appréciation du franc, survenue après la première phase de turbulences. Cependant, à l'été 2011, la crise de l'euro a entraîné une nouvelle aggravation de la situation et le franc s'est très rapidement apprécié vis-à-vis de presque toutes les autres monnaies. La BNS a alors pris une mesure d'urgence temporaire, afin de répondre à cette situation exceptionnelle : en septembre 2011, elle a introduit le cours plancher pour l'euro. La conjoncture s'est ensuite progressivement améliorée. L'incertitude a reculé et l'économie suisse s'est redressée.

En 2014, une nouvelle période a commencé, caractérisée non plus par la fermeté du franc vis-à-vis des principales monnaies, mais par un affaiblissement général de l'euro. Le principal symptôme était le recul important de cette devise face au dollar US. Vers la fin de l'année, la Banque centrale européenne a annoncé un nouvel assouplissement considérable de sa politique monétaire. Il y avait donc lieu de s'attendre à une nouvelle dépréciation de l'euro.

Dans ce contexte, il n'était plus possible de maintenir durablement le cours plancher. La BNS aurait été contrainte d'augmenter de plus en plus ses achats de devises, au risque de voir son bilan progresser de manière incontrôlable, menaçant par là même l'exécution de son mandat de politique monétaire à long terme. C'est pourquoi elle a décidé, le 15 janvier 2015, de mettre un terme à sa politique de cours plancher.

Depuis lors, la politique monétaire de la BNS repose sur deux piliers pour stabiliser le niveau des prix et soutenir la croissance. Il s'agit, premièrement, du taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue détenus par les banques et les autres intervenants sur les marchés financiers auprès de la BNS. Deuxièmement, l'institut d'émission est disposé à intervenir, au besoin, sur le marché des changes. Ces deux piliers ont permis de sta-

biliser le cours du franc. Cependant, celui-ci demeure nettement surévalué.

Les possibilités et les limites de la politique monétaire

Si une politique monétaire autonome permet d'ajuster plus facilement l'économie aux changements temporaires ou durables, elle ne peut pas résoudre tous les problèmes.

Suivant l'importance des perturbations, leur cause et leur durée, il est parfois impossible de stabiliser l'inflation dans la marge souhaitée. En particulier, lorsque des turbulences internationales entraînent d'importantes fluctuations sur le marché des changes, il n'est pas possible de stabiliser l'inflation rapidement. C'est l'une des principales raisons pour lesquelles la BNS ne se fixe pas un objectif précis d'inflation, mais définit sa politique monétaire en visant la stabilité des prix à moyen terme.

Outre l'objectif de stabilité des prix, la loi donne aussi à la BNS le mandat de définir sa politique monétaire en tenant compte de la conjoncture. Pour ce faire, la référence est l'ensemble de l'économie. Pour le besoin de ses analyses, la BNS s'appuie également sur l'observation des différentes branches et elle maintient un contact régulier avec les acteurs de l'économie.

Il est rare que toutes les branches connaissent la même évolution, notamment du fait que l'impact des chocs macroéconomiques diffère de l'une à l'autre, comme le montrent différentes études¹. L'environnement – et par là même la structure de l'économie – change en permanence, souvent à l'échelle de la planète. Ces derniers temps, la numérisation et le développement croissant de la mise en réseau ont entraîné des changements considérables. Cela touche par exemple la façon dont nous nous informons ou, de manière connexe, le domaine du texte imprimé (livres, journaux, etc.). Les habitudes de consommation (commerce en ligne), les façons de communiquer ou encore l'adaptation des processus de production sont également concernés.

Face à cette évolution, la politique monétaire ne peut pas poursuivre des objectifs liés à la poli-

La fermeté du franc vis-à-vis des principales monnaies a fait place à un affaiblissement général de l'euro.

¹ Voir notamment Baurle Gregor et Steiner Elizabeth (2015), « Inhabituel, mais présentant des atouts: le PIB dans l'optique des secteurs de production », *La Vie économique*, 11/2015.

tique structurelle. Cela dépasserait le cadre du mandat légal de la BNS et pèserait sur la politique monétaire elle-même. C'est pourquoi la politique structurelle doit demeurer du ressort d'autres domaines politiques.

Un ralentissement, mais pas une récession

Après la suppression du cours plancher, certains spécialistes s'attendaient à une récession. Or, selon les premières estimations du Secrétariat d'État à l'économie (Seco), l'économie suisse a tout de même progressé de 0,9 % en 2015. Si cette croissance est inférieure à la moyenne des années précédentes, ce n'est pas catastrophique. Certains segments de l'économie pour lesquels le pessimisme prédominait en janvier 2015, comme les exportations ou les investissements en biens d'équipements, ont finalement progressé sur l'année.

L'industrie manufacturière a même présenté une croissance réelle de 3 %, dépassant ainsi sa moyenne à long terme. Sa valeur ajoutée, en termes réels, s'est ainsi accrue d'un quart en dix ans. Au vu des bouleversements que le monde a connus dans le même temps, cette progression est remarquable et atteste la résilience exceptionnelle de l'industrie suisse.

La situation n'en demeure pas moins difficile pour de nombreux pans de l'économie. La croissance enregistrée en 2015 n'a en effet été portée que par un nombre réduit de branches (comme l'industrie pharmaceutique et la santé). D'autres (notamment le commerce et les services financiers) ont enregistré des reculs considérables. La situation bénéficiaire, en particulier, demeure précaire dans de nombreuses entreprises. La BNS partage ces préoccupations. Cela dit, la surévaluation du franc n'est pas le seul facteur déterminant. L'industrie des machines, des équipements électriques et des

métaux (branches MEM), par exemple, souffre également d'une faiblesse persistante des investissements à l'échelle mondiale.

Le Brexit accroît l'insécurité

Il serait certes bien plus agréable, pour tous les agents économiques, d'évoluer dans un environnement plus favorable. Durant les premiers mois de 2016, quelques signaux encourageants ont commencé à se manifester. Par exemple, l'indice des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière a enregistré une forte augmentation entre janvier et mai. Les perspectives d'emploi se sont également quelque peu améliorées en début d'année. Avant le Brexit, les prévisions économiques tablaient sur une reprise progressive de la croissance au cours de l'année. À présent, les risques liés à l'évolution internationale ont de nouveau augmenté. En effet, le résultat de la votation du 23 juin sur le Brexit au Royaume-Uni a généré de nouvelles turbulences. L'incertitude quant à l'évolution prochaine en Europe s'est accrue et un certain ralentissement conjoncturel est à craindre.

La politique monétaire ne peut pas poursuivre des objectifs liés à la politique structurelle. Cela dépasserait le cadre du mandat légal de la BNS.



Carlos Lenz

Chef de l'unité Affaires économiques, Banque nationale suisse, Zurich

Matthias Lutz

Chef de l'unité Conjoncture Suisse, Banque nationale suisse, Zurich