



Histoire de la force du franc

Le franc est traditionnellement considéré comme une valeur sûre pour les investisseurs. Il n'en a pas toujours été ainsi. Une étude révèle qu'il n'a acquis le statut de monnaie stable qu'après la Première Guerre mondiale. *Ernst Baltensperger, Peter Kugler*

Abrégé L'analyse des taux d'intérêt sur le marché monétaire et des cours de change depuis le milieu du XIX^e siècle montre que c'est avec la Première Guerre mondiale que le franc a commencé à s'affermir. À partir des années vingt, il est devenu une valeur refuge en raison de la grande stabilité politique et monétaire de la Suisse. Avant 1914, c'était une monnaie « normale » qui a traversé des périodes de force et de faiblesse. Depuis les années vingt, le franc se démarque par des taux d'intérêt nominaux et réels relativement bas ainsi que par une forte revalorisation nominale, largement due à un taux d'inflation relativement faible. On observe, en outre, une revalorisation réelle sur le long terme. Celle-ci est indépendante de l'évolution relative des prix et s'explique par les différences de productivité entre l'économie d'exportation et celle tournée vers le marché intérieur.

Aujourd'hui, le franc est assurément une devise « forte » très demandée, qui sert de monnaie de placement en temps de crise. Depuis quand est-il ainsi auréolé et comment est-il devenu une valeur refuge ? Ce statut lui a-t-il été conféré lors du passage aux cours de change flexibles en 1973 ou déjà avant ? En plus de leur intérêt historique, ces questions sont aussi importantes pour expliquer la force du franc.

Avant toute chose, définissons ce qu'est une monnaie « forte ». Cette propriété découle de la stabilité et de la fiabilité qu'elle acquiert en tant que réserve de valeur. On peut en déduire deux indicateurs mesurables de la force d'une monnaie. D'abord, celle-ci devrait se distinguer par des taux d'intérêt nominaux et réels relativement bas, les investisseurs acceptant un rendement moindre si le placement est sûr. Ensuite, dans un système monétaire métallique (comme l'étalon-or), on peut se servir des écarts par rapport à la parité métallique. En effet, contrairement aux monnaies fortes, les monnaies faibles sont sous-évaluées. Cela compense les risques qui pèsent sur leur convertibilité. Dans une approche basée exclusivement sur du papier, ce

concept ne peut évidemment s'appliquer. Il faut se servir de la revalorisation nominale et réelle comme indicateur de la force d'une monnaie.

Peter Kugler, de l'université de Bâle, et Beatrice Weder di Mauro, de l'université de Mayence, ont effectué des recherches sur ce premier indicateur, soit le taux d'intérêt. Leurs divers travaux montrent que depuis 1973, lorsque les taux de change sont devenus flexibles, les taux d'intérêt du franc sont bas en comparaison internationale. Cela n'est pas seulement vrai sur le plan nominal – autrement dit résultant de l'inflation –, mais aussi sur le plan réel et corrigé des taux de change¹. Selon les auteurs, l'écart systématique et persistant par rapport à la parité d'intérêt non couverte est un signe que les investisseurs sont disposés à renoncer au rendement garanti en faveur de la stabilité exceptionnelle du franc.

L'îlot suisse des taux d'intérêt

Il existe peu d'indications sur le niveau relatif des taux d'intérêt sous le ré-

gime monétaire d'avant 1973, mais elles suggèrent que le franc n'est devenu une monnaie forte qu'après la Grande Guerre et a été plutôt faible entre 1880 et 1914. Dans une étude publiée récemment², nous avons examiné le statut du franc sous les régimes monétaires ayant prévalu de 1837 à 1970. Pour la période après 1914, les taux d'intérêt ainsi que la revalorisation nominale et réelle du franc par rapport à la livre et au dollar ont servi d'indicateurs de sa force. Pour la période avant 1914, l'analyse a porté sur les taux d'intérêt, mais aussi directement sur l'écart par rapport aux parités métalliques.

La période étudiée est globalement dominée par des taux de change fixes. Jusqu'en 1914, les monnaies sont liées par une parité métallique. De 1860 à 1914, elles étaient indexées sur l'or. Dans l'entre-deux-guerres, on a brièvement rétabli l'étalon-or. De 1946 à 1971, le système de Bretton Woods est en vigueur. Les périodes intermédiaires avec taux de change flexibles sont donc courtes et passagères, et les taux d'intérêt peuvent être comparés sans réaligement monétaire.

Avant la Première Guerre mondiale, le franc est relativement faible par rapport à la livre, une monnaie établie et stable.

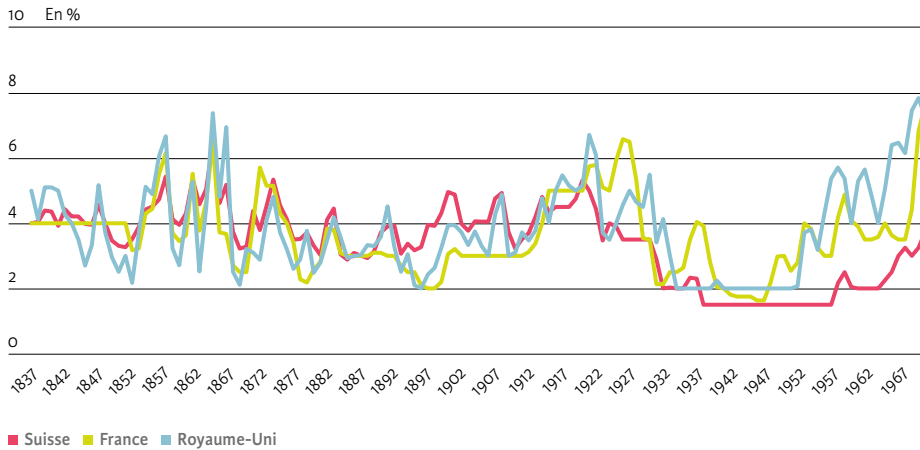
² Baltensperger et Kugler (2016).

De la recherche à la politique

La Vie économique et la Société suisse d'économie et de statistique facilitent le transfert de savoir entre la recherche et la politique. Les études qui ont un rapport étroit avec la politique économique de notre pays sont publiées sous une forme ramassée dans la revue.

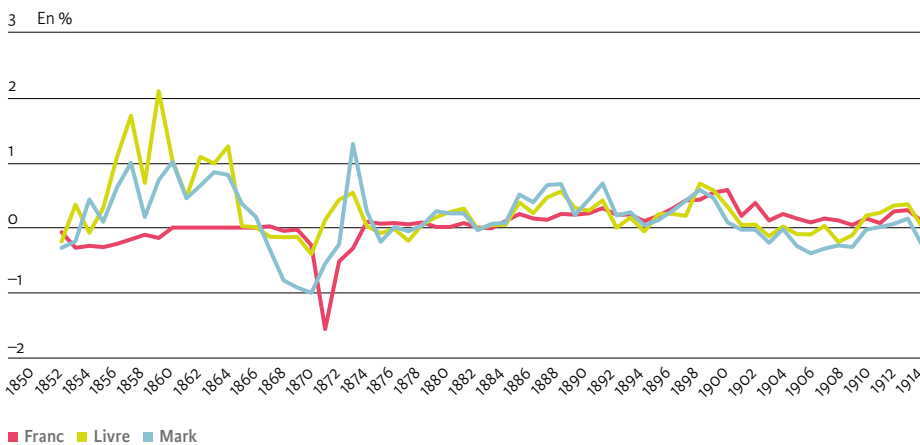
¹ Kugler et Weder di Mauro, 2002 et 2005.

III. 1. Taux d'escompte en Suisse, en France et en Grande-Bretagne (1837–1970)



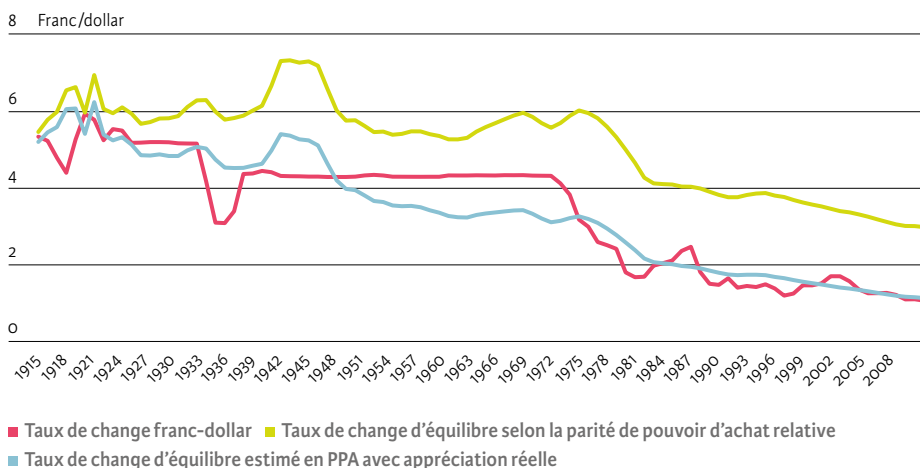
Pour la France et la Grande-Bretagne, il s'agit du taux d'escompte de la Banque de France et de la Banque d'Angleterre. Pour la période avant la création de la Banque nationale suisse (BNS), le taux d'intérêt suisse correspond à la moyenne arithmétique des banques commerciales émettant des billets. À partir de 1907, il s'agit du taux d'intérêt de la BNS.

III. 2. Écarts entre le taux de change et la parité métallique pour le franc suisse par rapport au franc français, à la livre et au mark (1852–1914)



Le mark-or n'a été introduit qu'en 1875, après la fondation de l'Empire allemand. Avant cette date, on a utilisé le mark-banco de Hambourg, un étalon-argent.

III. 3. Évolution du cours de change franc-dollar, parité de pouvoir d'achat relative et revalorisation réelle (1914–2010)



Jusqu'en 1914, les taux d'intérêt britanniques tendent à évoluer en deçà du niveau suisse (voir *illustration 1*). Après 1914, l'ordre s'inverse et les taux d'intérêt suisses se situent toujours plus nettement en dessous du niveau britannique. Par rapport à la France, l'on n'observe pas de différence notable jusqu'à la fin des années 1880. Ensuite, la faiblesse du franc suisse s'affiche face au franc français. À partir de 1889, le niveau suisse des taux d'intérêt dépasse sensiblement le niveau français. C'est seulement après 1914 que se met en place l'îlot suisse des taux d'intérêt, dont la modération nous est familière.

Des tests économétriques révélant les cassures structurelles corroborent ces modèles. De 1837 à 1914, le taux britannique est en moyenne inférieur de 0,34 % à celui de la Suisse; de 1914 à 1951 et de 1952 à 1970, son niveau se situe à 0,63 %, puis à 3,20 % au-dessus. Le différentiel d'intérêts par rapport à la France affiche en moyenne 1,15 % entre 1889 et 1913, puis 1,47 % entre 1914 et 1970. Toutes les valeurs sont statistiquement significatives.

Les résultats pour les Pays-Bas et l'Allemagne confirment le constat selon lequel le franc n'est devenu une monnaie forte qu'après la Première Guerre mondiale : jusqu'à celle-ci incluse, l'on constate un malus d'intérêt (majoration sur le taux d'intérêt) du franc face au florin hollandais. Par rapport au mark-or de 1875 utilisé dans l'Empire allemand, il n'y a pas d'écart notable. Après la Grande Guerre, le niveau des taux d'intérêt de ces deux pays dépasse considérablement celui de la Suisse³.

Fluctuations des cours de change avant 1914

Comme le franc est défini sur une base bimétallique à partir de 1860, il en résulte des parités métalliques constantes pour un arbitrage équilibré par rapport à toutes les monnaies considérées. Avant 1860, il n'existe pas de parité métallique constante face à la livre, monnaie ramenée uniquement à l'or depuis 1819. De 1852 à 1859, la parité flexible est ainsi calculée selon le rapport des cours pour l'or et l'argent sur le marché de Londres.

³ La place étant limitée, les résultats ne sont pas présentés dans le détail. Pour l'étude complète, voir *The historical origins of the safe haven status of the Swiss franc*, sur le site de l'université de Saint-Gall : www.siaw.unisg.ch. Voir également Baltensperger et Kugler (publication prochaine).

Les parités métalliques fournissent pour l'essentiel le même tableau que les écarts d'intérêts. Nos résultats permettent de conclure que, jusqu'à 1914, le franc est une monnaie « normale » qui traverse des périodes de force et de faiblesse face à la plupart des autres. L'ancienne monnaie qu'est la livre est la seule par rapport à laquelle le franc est clairement sous-évalué durant toute cette période⁴.

Face au franc français, le franc suisse est légèrement surévalué entre 1852 et 1870 (-0,073 % en moyenne). Après les années de non-convertibilité du franc français à la suite de la guerre franco-prussienne, cette surévaluation se mue en sous-évaluation de 1884 à 1914 (0,22 % en moyenne). L'explication la

plus plausible de la faiblesse par rapport au franc français durant les trente ans précédant la Première Guerre mondiale est l'émission excessive de billets par les banques privées suisses dans le cadre de l'harmonisation forcée de 1881⁵.

Jusqu'en 1865, la livre est fortement surévaluée par rapport au franc (0,83 % en moyenne), l'écart baissant par la suite à 0,13 %. Par rapport au mark, il n'existe pas d'écart significatif de la parité métallique.

Tendance à la revalorisation sur fond de stabilité monétaire relative

La Première Guerre mondiale, « catastrophe originelle » pour l'Europe du XX^e

siècle, marque aussi la fin du système classique des monnaies métalliques. Après l'échec de la réintroduction de l'étalon-or pendant la Grande Dépression et la désagrégation en 1971 du système quasi métallique de Bretton Woods, le passage aux seules monnaies papier aboutit en 1973 à l'introduction de taux de change flexibles. Les écarts par rapport aux parités métalliques ne peuvent dès lors plus servir comme indicateur direct de la force d'une monnaie.

Pour déterminer l'évolution des taux de change à long terme, on recourt généralement à l'hypothèse de la parité de pouvoir d'achat relative. Selon celle-ci, le taux de change évolue proportionnellement au

Star ou profiteur ? L'instabilité politique et monétaire du monde extérieur renforce la valeur du franc.

4 La situation est semblable pour le florin hollandais.

5 Baltensperger (2012).



niveau de prix relatif dans les deux zones monétaires. L'application de méthodes économétriques, telles que l'analyse de la co-intégration, révèle cependant, pour le franc, une tendance à la revalorisation réelle et déterministe, indépendante du niveau de prix relatif. On prendra, pour illustrer ce phénomène, le taux de change franc-dollar. Pour la livre, les résultats sont largement identiques. La concentration sur ces deux monnaies s'impose parce que le rôle de monnaie mondiale dévolu à la livre avant la Grande Guerre passe ensuite au dollar. Contrairement au mark, par exemple, ces deux monnaies n'ont jamais subi ni effondrement ni remplacement suite à une hyperinflation ou à un défaut de paiement de l'État.

L'illustration 3 montre le taux de change actuel et le taux de change d'équilibre à long terme. Le taux d'équilibre évolue d'une part proportionnellement au niveau relatif des prix à la consommation en Suisse et aux États-Unis. D'autre part, il suit une tendance estimée log-linéaire déterministe avec un taux de revalorisation annuel réel du franc avoisinant 0,9 %. La troisième série chronologique présente l'évolution hypothétique du taux de change selon la parité de pouvoir d'achat relative, sans tenir compte de la tendance réelle. Le taux de change d'équilibre selon la parité de pouvoir d'achat relative montre que le dollar est, sous le seul effet de l'inflation, tombé de plus de 6 francs à 3 francs. Pour le cours franc-livre, marqué également par un taux de revalorisation réel du franc d'environ 0,9 %, la dévaluation à long terme due à l'inflation dépasse même 25 francs,

à 5 francs. Les deux chiffres démontrent la force exceptionnelle du franc durant les cent dernières années, qui résulte de la stabilité monétaire relative.

L'appréciation réelle ne doit cependant pas être interprétée comme un indicateur de la force monétaire. L'effet Balassa-Samuelson offre l'explication la plus plausible. En Suisse, la différence de productivité entre l'économie d'exportation et celle tournée vers le marché intérieur – moins concurrentielle – est plus élevée qu'aux États-Unis et en Grande-Bretagne. Cela fait grimper les salaires et les prix sur le marché national, donc le niveau relatif des prix à la consommation. Cette interprétation est corroborée par le fait que la tendance à la revalorisation s'observe aussi, depuis la fin des années septante, de manière atténuée (à peine 0,5 %) mais statistiquement pertinente, par rapport à la zone euro⁶.

Comme le montre l'analyse des taux d'intérêt sur le marché monétaire et des taux de change depuis le milieu du XIX^e siècle, la Grande Guerre, qui a engendré une instabilité politique et monétaire dans de nombreux pays, a été l'évènement décisif pour la mutation du franc en monnaie forte. L'abandon de fait d'un système de monnaie métallique n'a, notamment, guère servi à des fins de financement monétaire public en Suisse. La stabilité politique et monétaire depuis les années vingt a conféré au franc son statut de valeur refuge. Avant 1914, le franc était une monnaie « normale » tra-

versant des épisodes de force et de faiblesse. Il était faible en particulier face à la livre et au florin, des monnaies établies et stables.



Ernst Baltensperger
Professeur émérite d'économie politique à l'université de Berne



Peter Kugler
Professeur d'économie politique à l'université de Bâle

Bibliographie

- Baltensperger Ernst, *Der Schweizer Franken – Eine Erfolgsgeschichte*, éditions NZZ, Zurich, 2012, chap. 4.
- Baltensperger Ernst et Kugler Peter, « The Historical Origins of the Safe Haven Status of the Swiss Franc », *Économie extérieure*, 67, 2016.
- Baltensperger Ernst et Kugler Peter, *Swiss Monetary History Since the Early 19th Century*, Cambridge University Press, en cours de publication, chapitre III.4.
- Kugler Peter et Weder di Mauro Beatrice, « The Puzzle of the Swiss Interest Rate Island : Stylized Facts and a New Interpretation », *Économie extérieure*, 57, 2002.
- Kugler Peter et Weder di Mauro Beatrice, « Why Are Returns on Swiss Franc Assets so Low ? », *Applied Economics Quarterly*, 51, 2005.

⁶ Ernst Baltensperger et Peter Kugler (publication prochaine).