

**Le franc suisse
au cœur de l'Euroland**

Message de

Jean-Pierre Roth

Vice-président de la Direction générale
de la Banque nationale suisse

au lunch - débat
du Centre for European Policy Studies
Bruxelles, le 20 avril 1999

Au début de cette année, l'Europe est entrée dans une nouvelle phase de son histoire monétaire. A la mosaïque des monnaies nationales que nous avons héritées du 19^e siècle succède l'ensemble homogène de l'euro. La monnaie unique couronne et cimente les acquis de l'intégration économique et devient le symbole de la communauté de destins des nations européennes.

La Suisse se tient en marge du processus commun d'intégration. Elle développe ses relations avec ses voisins sur une base bilatérale, choisissant ainsi une voie plus lente, plus difficile aussi, qui s'explique par son histoire et par sa réalité présente.

Même s'il reste en retrait du processus d'intégration, mon pays n'en est pas moins affecté très directement par les décisions de l'Union européenne. C'est le cas dans le domaine des échanges de biens et de services mais aussi dans celui de la monnaie. L'apparition de l'euro constitue en effet une modification fondamentale de son environnement financier, modification qui ne peut rester sans effet sur les conditions de mise en œuvre de la politique monétaire.

Mon exposé abordera trois points:

- les conséquences probables - pour l'économie suisse - de l'apparition de l'euro,
- les perspectives de cohabitation du franc et de l'euro,
- les implications de ces transformations sur la stratégie monétaire de la Banque nationale suisse.

1. Les conséquences probables - pour l'économie suisse - de l'apparition de l'euro

Avec l'introduction de l'euro, la Suisse est, pour la première fois, entourée d'une zone monétaire unifiée. Jusqu'ici, notre histoire monétaire était marquée par des relations plus ou moins harmonieuses entre le franc et les monnaies de nos voisins. Ces dernières années, la convergence croissante provoquée par le Traité de Maastricht avait déjà entraîné une uniformisation progressive du paysage monétaire. Un pas décisif a toutefois été franchi, au 1^{er} janvier dernier, avec la soudure définitive des monnaies de onze pays de l'Union européenne.

Cette modification d'environnement comporte des points positifs et des points négatifs.

Positif est forcément le fait que nos entreprises exportatrices puissent, dès maintenant, opérer en euros et que le risque de change entre les monnaies des Onze ait disparu. Il en résulte une gestion plus efficace de leurs liquidités et de leurs risques. Depuis le début de cette année, plusieurs milliers de comptes libellés en euros ont été ouverts par des banques suisses pour leurs clients, essentiellement des entreprises tournées vers l'exportation. Nombreuses sont les entreprises qui ont maintenant l'intention de compenser leurs recettes extérieures en euros par des dépenses libellées en euros, ou qui entendent demander à leurs fournisseurs locaux de leur appliquer des conditions "euro".

L'unification monétaire est donc une source d'efficacité pour un pays largement ouvert sur le commerce européen comme la Suisse. En soi, c'est une bonne nouvelle. Ce serait en effet méconnaître la situation helvétique que d'imaginer une Suisse profitant - à titre net - des désordres monétaires extérieurs. Ce qui est vrai de quelques salles de changes n'est pas vrai pour l'ensemble de l'économie. A titre d'exemple, je rappellerai simplement que la chute de la lire italienne, au milieu des années nonante, a entraîné des ajustements précipités et fort douloureux de notre industrie textile et a profondément déprimé la partie italoophone du pays. Si, à l'époque, le régime monétaire européen avait pu promouvoir plus de discipline, de tels ajustements n'auraient pas été rendus nécessaires ou, du moins, n'auraient pas été si brutaux.

Une autre conséquence de l'unification monétaire est la diminution probable du rôle du franc suisse comme monnaie de règlement de nos exportations. Ce sera la conséquence naturelle de la montée en puissance de l'euro en Europe, une région dont seuls les 10 à 15 % du PIB seront désormais gagnés hors de l'Euroland. Il est vraisemblable que l'Europe soit ainsi de moins en moins disposée de commercer en d'autres monnaies, si bien que le rôle du franc suisse pourrait devenir plus modeste.

Par ailleurs - mais ceci ne devrait devenir très concret qu'à partir de 2002 -, nous observerons certainement un usage croissant de l'euro comme monnaie de règlement sur le territoire suisse lui-même. A l'esprit nous viennent évidemment les touristes, européens ou autres, peu disposés à changer de monnaie s'ils viennent à passer par le territoire exigu de la Confédération. L'acceptation de paiements en euros et le double affichage des prix pourraient ainsi devenir la règle dans les zones frontalières et touristiques.

De l'usage accru de l'euro, comme monnaie de facturation des exportations suisses et comme moyen de paiement à l'intérieur du pays, résultera une exposition croissante de notre économie au risque de change, ce qui fera du cours de l'euro par rapport au franc suisse un paramètre essentiel à la bonne marche des affaires en Suisse.

Ainsi, le développement du marché de l'euro va accroître progressivement la dépendance de la Suisse par rapport à son environnement monétaire immédiat. Il est vrai que notre liberté de manœuvre dans ce domaine était déjà limitée étant donné les liens commerciaux étroits qui unissent traditionnellement la Suisse et l'Europe environnante. Demain, entourés par la monnaie unique, notre autonomie sera encore plus relative.

2. Les perspectives de cohabitation du franc et de l'euro

La Suisse devenant plus fragile face aux risques de change, nous devons nous interroger sur les perspectives de la relation entre le franc et l'euro, puis sur les conséquences, pour la politique de la BNS, des incertitudes qui entourent la valeur future de l'euro face au franc suisse.

Vouloir faire, aujourd'hui, une prévision de la relation future entre le franc et l'euro est forcément hautement spéculatif car nous ne disposons que de peu d'éléments d'appréciation. D'une part, l'histoire de la BCE est encore fort courte; d'autre part,

nous nous rendons compte que la conduite de la politique monétaire dans un ensemble européen encore hétérogène pourrait s'achopper à des difficultés.

En regard de ces incertitudes, nous pouvons placer d'importantes sources de convergence.

En premier lieu, les objectifs macroéconomiques fixés par les Autorités européennes et par les Autorités suisses coïncident largement. De part et d'autre, la stabilité des prix est perçue comme le but de l'action monétaire. Cet objectif apparaît explicitement dans le mandat de la BCE, et c'est le but traditionnel de la politique monétaire dans notre pays. De plus, d'après les expériences de ces derniers mois, il y a tout lieu de penser que les stratégies de mise en œuvre de la politique monétaire par la BCE et par la BNS se recouperont largement. Dans les deux cas, on veillera à un développement des agrégats monétaires compatibles avec la stabilité des prix à moyen terme. Dans les deux cas également, cette approche sera appliquée avec la flexibilité qu'imposent les contraintes de la conjoncture et de situations souvent fort changeantes sur les marchés financiers.

En second lieu, l'expérience nous montre que des pays suivant des objectifs macroéconomiques semblables et connaissant des évolutions conjoncturelles proches bénéficient de cours de change relativement stables. Ici, il faut avoir présent à l'esprit la relation qui s'est établie entre le franc et le mark allemand ces quinze dernières années. Considérée en termes réels, cette relation n'a que peu varié, contrairement à ce que l'on a pu observer entre le franc et la lire ou le franc et le dollar. Si, demain, l'euro devait être le digne successeur du mark, nous avons tout lieu de penser que la relation de change entre le franc suisse et la monnaie européenne se développera de manière ordonnée.

A cet égard, l'expérience des trois premiers mois de fonctionnement de la zone euro est très encourageante pour nous. La relation entre le franc et l'euro a été extraordinairement stable, la valeur de la monnaie unique oscillant entre 1,61 franc et 1,59 franc, soit au sein d'une bande de fluctuation très étroite. La volatilité de la relation franc - euro a été jusqu'ici inférieure à celle que nous observions en 1998 dans la relation franc - mark.

Intéressant est aussi de noter que notre monnaie ne s'est pas comportée ces derniers mois comme elle le faisait traditionnellement face à un dollar fort. Par le passé, une certaine corrélation pouvait être observée entre les mouvements du dollar et du mark face au franc. En cas de force du dollar, on notait simultanément un renforcement du mark face au franc. Cette situation découlait simplement du fait que notre monnaie, dont le marché est plus étroit que celui de la monnaie allemande, réagissait plus vivement que cette dernière face au dollar.

Or, il est frappant de constater que rien de tel ne s'est manifesté depuis le début de l'année. Le dollar s'est apprécié face à l'euro d'environ 8 %, alors que la relation euro - franc suisse demeurerait pratiquement inchangée. Il semblerait donc que notre monnaie soit maintenant moins affectée par les transferts entre l'euro et le dollar que précédemment par ceux qui intervenaient entre le dollar et les monnaies européennes. Il est trop tôt pour tirer des conclusions définitives mais ce calme inhabituel doit néanmoins être souligné.

La situation sereine de ces derniers mois n'est peut-être que fortuite. Comme il est indéniable que l'unification monétaire européenne comporte des incertitudes qui nous conduisent dans des eaux peu connues, une vigilance particulière s'impose. Venons-en à la stratégie de la Banque nationale dans l'environnement nouveau créé par l'euro.

3. La stratégie de la Banque nationale dans l'environnement créé par l'euro

Il est naturel que la BNS n'ait pas attendu le 1^{er} janvier de cette année pour élaborer une stratégie à l'égard de l'euro. Nous avons commencé à nous préoccuper du changement d'environnement monétaire il y a deux ans déjà car la phase de mise en place de la monnaie unique comportait des risques de déstabilisation des marchés. Notre action a consisté à mener une politique de liquidité flexible, approvisionnant généreusement le marché lorsque la demande de francs suisses était particulièrement forte. Nous nous sommes appliqués aussi à rappeler les caractéristiques européennes de notre monnaie car il est évident que, au plan des facteurs économiques fondamentaux, le franc suisse, le mark ou le franc français présentent aujourd'hui de telles similitudes, qu'une évaluation différente par les marchés ne serait guère justifiée. Cette stratégie a conduit à une sensible baisse des taux d'intérêt en Suisse, baisse qui n'a toutefois pas provoqué une accélération de la croissance monétaire contraire à la stabilité monétaire à moyen terme. Actuellement, la masse monétaire M3 croît à un rythme tendanciel inférieur à 2 %, ce qui reste modeste par rapport à la croissance monétaire dans l'Euroland.

Notre politique de ces dernières années a donc visé à prévenir plutôt que guérir. L'expérience des marchés nous a clairement enseigné que des tensions sur le franc suisse ne peuvent que difficilement être apaisées par une action directe. La prévention s'imposait donc naturellement.

Cette stratégie nous paraît avoir porté les fruits attendus. Le franc, que l'on croyait condamné à s'apprécier face aux monnaies européennes, est demeuré relativement stable. Ce succès a bien entendu bénéficié grandement du déroulement ordonné et crédible du processus d'intégration monétaire européen.

On nous demande souvent si, en fin de compte, plutôt que d'opérer de manière autonome, un rattachement unilatéral du franc à un étalon européen - aujourd'hui à l'euro - ne constituerait pas la réponse la plus élégante et la plus efficace aux défis posés par l'intégration monétaire. Ne serait-ce pas attester, par nos actes, que l'économie suisse ne prospérera que dans un environnement européen et que le franc suisse appartient à la famille des monnaies européennes ?

Ceux qui le proposent oublient que les décisions monétaires ne peuvent être durables et stabilisatrices que si elles sont bien ancrées dans la réalité.

En effet, un rattachement unilatéral du franc à l'euro - par la fixation d'une parité entre les deux monnaies - ne serait pas perçu, aujourd'hui, par les marchés comme une décision irrévocable. Tant que la Suisse ne fait pas partie de l'Union européenne et de ses institutions, tout "accrochage" du franc pourrait être révisé ultérieurement et toute parité déclarée unilatéralement par la Suisse pourrait faire l'objet de discussions, notamment à l'occasion de négociations en vue d'une adhésion. Comme les marchés détestent les demi-mesures, la parité déclarée ne manquerait pas d'allécher la spéculation toujours à la recherche de lignes de défenses peu solides. Au lieu de calmer la situation, une telle mesure ne ferait qu'encourager les ardeurs spéculatives. Il nous paraît donc contre-indiqué de vouloir fixer définitivement les règles monétaires de notre pays, alors que le calendrier de notre insertion dans l'environnement politique européen est encore incertain.

Ce serait placer la charrue devant les bœufs.

Mais, par ailleurs, ne faut-il pas aussi reconnaître que, entre les réalités suisse et européenne, des écarts subsistent encore dans le domaine financier qui ne permettent pas de précipiter les choses sur le plan monétaire ? Bien qu'ils se soient fortement rapprochés ces dernières années, les chemins de la convergence monétaire entre l'Europe et la Suisse ne se sont pas encore rejoints. Notre pays vit dans un environnement de taux d'intérêt inférieurs à ceux de ses voisins. Vouloir forcer l'ajustement monétaire serait immanquablement forcer celui des taux, une stratégie qui serait fort douloureuse au plan de la conjoncture.

A cet égard, la position de la Suisse est différente de celle de tous les pays - à l'exception de l'Allemagne - qui ont participé à l'Union monétaire. Pour ces derniers, la perspective de la monnaie unique était aussi celle de taux d'intérêt plus bas, de niveau allemand, ce qui était perçu comme un encouragement futur à l'investissement et un allègement bienvenu des budgets publics.

Dans notre cas, la fusion monétaire signifierait, dans l'environnement actuel, un redressement des taux d'intérêt de l'ordre de 1,5 %, sur le court comme sur le long terme. D'un tel ajustement résulterait un alourdissement rapide de la charge des dettes hypothécaires (une charge importante pour les ménages suisses) et un poids supplémentaire - quoique progressif - pour les budgets publics. Deux modifications structurelles qui conduiraient à une dégradation du revenu disponible, donc à un fléchissement de la demande globale.

Actuellement donc, la convergence entre les situations monétaires de la Suisse et de l'Union européenne - mesurée au différentiel d'intérêt - n'est pas réalisée. Cette situation évoluera-t-elle ou restera-t-elle un obstacle à notre intégration à l'Europe environnante ?

Il n'est pas possible d'apporter de réponse définitive à cette question si importante pour l'appréciation des conséquences d'une adhésion. En effet, la différence des taux d'intérêt entre le franc et l'euro va refléter la perception que les marchés auront des caractéristiques fondamentales de ces deux monnaies. A cet égard, nous allons probablement assister à une modification progressive de l'environnement. Deux facteurs seront essentiels : en premier lieu, notre économie deviendra de plus en plus dépendante de l'environnement européen car le grand marché jouera un rôle toujours plus important pour la marche de nos affaires. Plus intégré encore dans l'espace européen, notre pays verra son cycle économique coïncider étroitement avec celui de ses grands voisins. En second lieu, confrontées toutes deux à des situations fort semblables, la Banque centrale européenne et la Banque nationale suisse appliqueront probablement des politiques proches l'une de l'autre. Ces fondements communs conduiront naturellement à des développements monétaires convergents. Au fur et à mesure que l'Europe s'affirmera comme une zone de stabilité, l'écart entre la rémunération de l'euro et celle du franc suisse diminuera. Ce processus pourra prendre du temps, mais comme une adhésion n'interviendra que dans le long terme, les marchés et l'économie auront le loisir de s'adapter aux nouvelles réalités monétaires. En fin de compte, si tout se déroule selon les plans dressés à Maastricht, le franc suisse suivra de toujours plus près la trajectoire de la monnaie unique.

* * *

L'apparition de l'euro a profondément modifié le contexte dans lequel se définit la politique monétaire suisse. Le franc, qui évoluait déjà dans le sillage du mark, s'est placé dans la ligne de l'euro. Alors que l'on pouvait craindre une volatilité accrue due aux incertitudes du moment, la stabilité de son cours face à la devise européenne a surpris.

Bien qu'en matière monétaire, les marchés prennent leur temps avant d'être convaincus de la pérennité d'une situation, les développements de ces derniers mois sont encourageants. Ils confirment les espoirs que, disposant d'éléments fondamentaux et de politiques convergents, l'euro et le franc évolueront harmonieusement. Si tel devait être le cas, un processus de convergence existera, qui permettra à la Suisse, au moment choisi pour son adhésion à l'Union européenne, de s'intégrer sans difficultés dans l'Euroland.