

Franc fort – que faire ?

dossierpolitique

15 juillet 2011

Numéro 9

Franc fort. La monnaie suisse s'est fortement appréciée par rapport à l'euro, au dollar américain et à la livre britannique au cours des derniers mois. Ce phénomène pénalisant pour l'économie suisse perdura des années étant donné le niveau élevé de l'endettement public dans de nombreux pays. Le renforcement du franc entame les marges bénéficiaires des exportateurs et du secteur touristique, mais il affecte plus généralement l'attrait de la Suisse en tant que site économique. La Banque nationale dispose d'une marge de manœuvre limitée dans la conduite de la politique monétaire et l'arrimage du franc à l'euro n'entre pas en ligne de compte. Dans ces circonstances, le soin de trouver des antidotes échoit, à parts égales, aux milieux politiques et économiques.

Position d'economiesuisse

- ▶ Il n'existe guère de remèdes applicables à court terme qui permettraient de contrer le franc fort sans entraîner des dommages importants.
- ▶ L'industrie d'exportation est mise à l'épreuve. Il s'agira notamment de trouver des solutions flexibles avec les partenaires sociaux pour augmenter encore la productivité et faire baisser les coûts.
- ▶ Le monde politique doit prendre sans tarder des mesures de nature à rendre la place économique suisse plus attrayante. De cette manière les inconvénients liés à la robustesse du franc pourront être en partie compensés.

Contexte

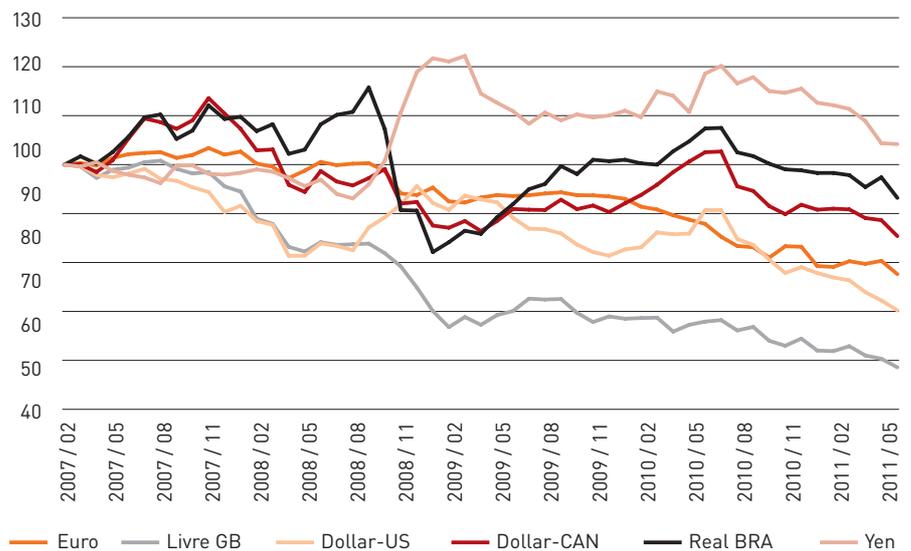
► L'euro s'est nettement affaibli par rapport au franc, mais c'est aussi le cas du dollar américain et de la livre britannique

Le franc suisse s'est apprécié d'environ 20 % par rapport à l'euro au cours des 18 derniers mois. En Suisse, l'idée prévaut que l'euro est victime d'un accès de faiblesse. Cette perception ne correspond pas tout à fait à la réalité si l'on inclut d'autres monnaies dans l'analyse. Ainsi, le franc suisse s'est raffermi dans des proportions similaires à l'égard du dollar américain. Le graphique ci-après reproduit l'évolution du franc depuis début 2007, soit l'année qui a précédé le recul de l'économie mondiale. Il montre que la livre britannique a perdu 40 % de sa valeur nominale par rapport au franc dans l'intervalle. En revanche, le réal brésilien et le dollar canadien affichent une certaine robustesse depuis l'irruption de la crise ; ces monnaies ont perdu nettement moins de terrain par rapport au franc que le dollar américain par exemple. Le yen est la seule monnaie à connaître une évolution encore plus solide que le franc.

Graphique 1

► A côté du franc, le yen, le réal brésilien et le dollar canadien affichent une certaine robustesse.

Evolution des cours de diverses monnaies par rapport au franc depuis 2007
(termes nominaux, 2007 = base 100)



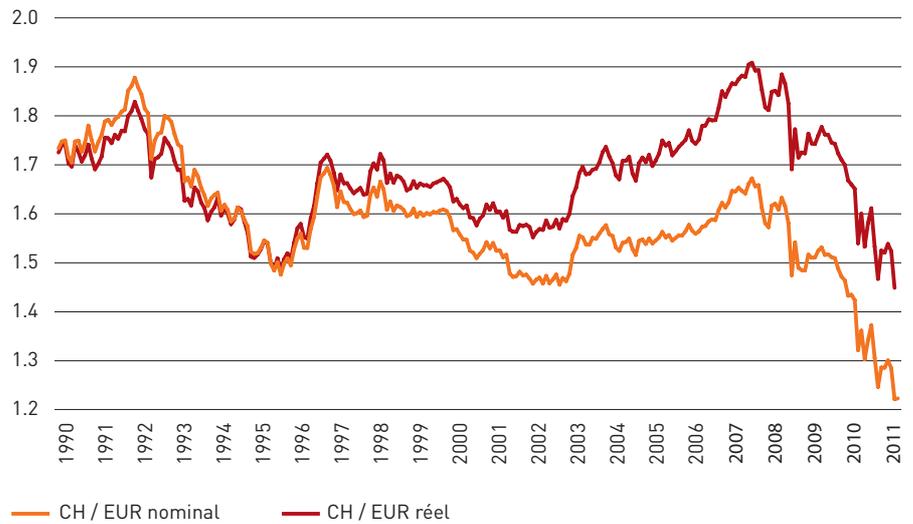
Source : BNS

► Les changements dans la valeur des monnaies sont moins spectaculaires qu'il n'y paraît de prime abord lorsque l'on tient compte de l'évolution de l'inflation dans les pays concernés

Les changements dans la valeur des monnaies sont moins spectaculaires qu'il n'y paraît de prime abord lorsque l'on tient compte de l'évolution de l'inflation dans les pays concernés. L'inflation a dépassé le niveau atteint en Suisse dans tous les pays à l'exception du Japon. Cela dit, l'appréciation du franc au cours des derniers trimestres reste forte même corrigée de l'inflation (autrement dit en termes réels). Le graphique ci-après reproduit le taux de change entre le franc et l'euro en termes nominaux et réels. Il montre que, par rapport à l'euro, la monnaie suisse n'avait atteint un niveau aussi élevé qu'à l'heure actuelle qu'à une reprise dans le passé, en 1995-1996.

Graphique 2

► Dans les années 1995-1996, le franc avait déjà atteint à une reprise un niveau aussi élevé qu'à l'heure actuelle par rapport à la monnaie commune européenne.

Taux de change CHF/EUR en termes réels et nominaux

Source : Thomson Reuters Datastream

► Au cours des 18 derniers mois, le franc s'est renforcé de 14 % en moyenne par rapport aux monnaies des 24 partenaires commerciaux les plus importants de la Suisse

Le franc ne s'est pas seulement renforcé à l'égard de l'euro ; il s'est apprécié par rapport aux monnaies des 24 partenaires commerciaux les plus importants de la Suisse. En moyenne, l'appréciation se monte à 14 % sur les 18 derniers mois. Le graphique 3 montre que le renforcement actuel du franc sort du lot : corrigée de l'inflation, la valeur de la monnaie suisse n'avait encore jamais été aussi élevée depuis 1973. Le franc avait connu une envolée spectaculaire durant une courte période dans les années 1977-1978, mais sans jamais atteindre son niveau actuel en termes réels. Cela dit, les comparaisons dans le temps sont délicates car les taux de change réagissent à long terme à la méthode de calcul et à l'année de référence choisie. L'année 1990 fait office de base 100 pour les taux de change dans le graphique 2 et l'année 1999 dans le graphique 3. L'année de référence choisie influence notablement le niveau du taux de change réel pendant des années. Une certaine circonspection est donc de mise lorsque l'on entend proclamer qu'une appréciation serait «historique». Cela dit, l'évolution actuelle sort bel et bien du lot dans la durée, ce qui autorise à tirer des parallèles avec la situation dans les années 1977-1978 et en 1995.

Graphique 3

► La force actuelle du franc est effectivement inhabituelle à la lumière du passé

Taux de change réel pondéré par les parts au commerce extérieur des 24 partenaires principaux de la Suisse

Source : BNS

► Le franc est clairement surévalué à l'heure actuelle en regard de la parité de pouvoir d'achat

La valeur actuelle du franc s'avère très élevée lorsque l'on examine son évolution dans le temps en termes réels. Mais on ne peut pas en déduire ipso facto que la monnaie suisse serait surévaluée. Le taux de change nominal doit d'abord être corrigé du niveau des prix dans les pays concernés. La question se pose en ces termes : peut-on acheter la même quantité de biens et services en Suisse avec 100 francs qu'à l'étranger avec la somme correspondante en monnaie locale ? Le cas échéant, on parle de pouvoirs d'achat égaux entre les deux pays, situation que les économistes appellent «parité de pouvoir d'achat». Le calcul se base généralement uniquement sur les biens qui font l'objet d'échanges internationaux. Une monnaie est considérée comme surévaluée si elle permet d'acheter davantage de biens à l'étranger que sur le territoire national. Le graphique 4 reproduit une estimation de la parité de pouvoir d'achat du taux de change entre le franc et l'euro. Il en ressort que le franc est clairement surévalué à l'heure actuelle. Selon cette estimation, la parité de pouvoir d'achat se situe aux alentours de 1 franc 40 par euro. Le cours actuel de l'euro est nettement inférieur¹.

► Il n'est pas rare que les taux de change s'écartent de la courbe des cours en parité de pouvoir d'achat

Le graphique 4 permet de tirer deux enseignements importants concernant l'évolution des taux de change. Premièrement, les taux de change qui s'écartent de la courbe des cours en parité de pouvoir d'achat constituent plutôt la règle que l'exception. Des différences importantes peuvent perdurer des années. Ainsi, le franc avait connu une phase de surévaluation par rapport à l'euro pendant quatre ans dans les années 1990. Plus tard, la monnaie suisse a traversé une phase de sous-évaluation de même durée (2005 à 2008). Le deuxième enseignement est qu'en règle générale, les taux de change nominaux finissent par se rapprocher de la courbe des cours en parité de pouvoir d'achat à long terme. Les phases de surévaluation peuvent durer longtemps mais elles ne sont pas éternelles. Le cours en parité de pouvoir d'achat recule depuis 1990 de façon plus ou moins continue ; la tendance est la même pour le taux de change nominal.

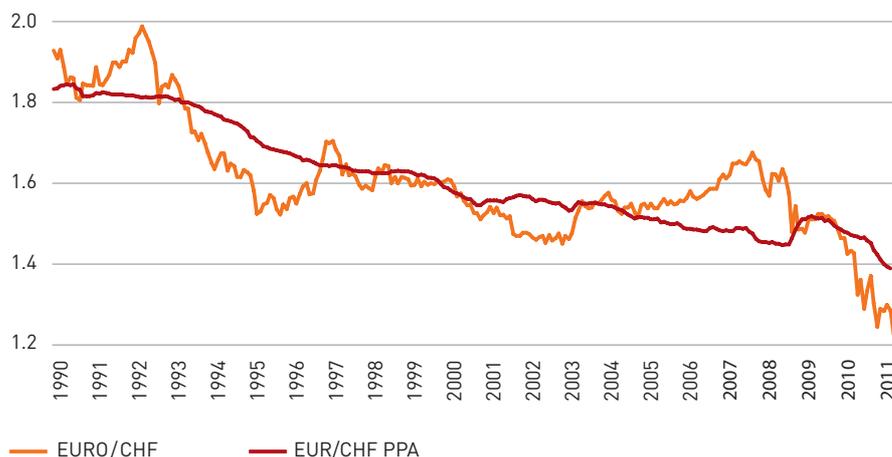
¹ La parité de pouvoir d'achat varie de façon considérable au sein de la zone euro. Dans le cas de l'Allemagne, le cours en parité de pouvoir d'achat est plus élevé que l'estimation reproduite dans le graphique 4, alors qu'il est plus bas dans le cas de la Grèce. Cf. Flury, T. et Staunovo, G. (2010) : Currency Market. Is the euro fair ? Wealth Management Research UBS, 20 juillet 2010.

La rapidité avec laquelle le franc a basculé en 2008 d'une situation de sous-évaluation à une situation de surévaluation saute aux yeux dans le graphique 4. Les causes de la vigueur actuelle du franc sont examinées dans la section qui suit.

Graphique 4

► En 2008, le franc a basculé d'une situation de sous-évaluation à une situation de surévaluation avec une rapidité frappante.

Taux de change nominal entre l'euro et le franc et parité de pouvoir d'achat



Source : UBS

Le phénomène du franc fort est appelé à durer

► Les investisseurs ont redécouvert les vertus de valeur refuge du franc depuis la crise des marchés financiers

L'appréciation rapide du franc consécutive à la crise des marchés financiers a deux causes principales. Premièrement, de nombreux investisseurs se sont tournés vers le franc en raison des incertitudes majeures qui planent sur l'économie mondiale. Le franc suisse a une nouvelle fois endossé la fonction de valeur refuge (safe haven). L'attrait exercé par la monnaie suisse sur les investisseurs inquiets est encore plus puissant que par le passé. En effet, l'alternative que constituait le mark allemand a disparu dans l'intervalle, suite à l'introduction de l'euro. Deuxièmement, la crise financière a conduit les investisseurs à liquider leurs positions liées à des opérations sur différentiel de taux d'intérêts (carry trade). Les investisseurs avaient surtout placé du capital emprunté en francs en Europe de l'Est entre 2005 et 2008. Cette stratégie a été largement couronnée de succès tant que le franc ne subissait pas d'appréciation ou même de dépréciation. Mais les dettes contractées en francs ont été réduites rapidement lorsque la tendance à l'appréciation du franc a commencé à se dessiner. Ces deux effets à court terme expliquent que le franc, encore sous-évalué avant la crise, se soit rapidement trouvé surévalué (cf. graphique 4).

► La tendance à l'appréciation du franc se maintiendra en termes nominaux tant que l'UE et les États-Unis connaîtront une inflation supérieure à la Suisse

La vigueur de la monnaie suisse a aussi des causes à long terme de nature structurelle². Premièrement, un différentiel d'inflation perdure depuis des années entre la Suisse et l'étranger (voir ci-dessus). Dès lors, la tendance à l'appréciation se maintiendra en termes nominaux tant que l'UE et les États-Unis connaîtront une inflation supérieure à la Suisse. Deuxièmement, en Suisse, le secteur de l'exportation est victime de son succès en quelque sorte. Sa productivité s'accroît à un rythme beaucoup plus soutenu que celle de l'économie intérieure, ce qui tend à renforcer le franc en termes nominaux et réels. Par

² Cf. Minsch, R. et Schnell, F. (2010) : Le cours de change du franc : une menace pour la Suisse? Dossierpolitique n° 9, 7 juin 2010, www.economiesuisse.ch

ailleurs, le niveau élevé de la productivité se traduit par des excédents de la balance commerciale, ce qui contribue à alimenter et à soutenir la demande de francs à l'échelle internationale. Troisièmement, la Suisse est un havre de stabilité macroéconomique : l'économie suisse se distingue par un faible endettement public, un chômage bas, une charge fiscale modérée, une main d'œuvre de qualité, une place financière dotée d'une bonne réputation et une bonne qualité de vie. Les entreprises jouissent de bonnes conditions cadres – hormis la force de la monnaie. Cet environnement contribue à maintenir l'attrait du franc auprès des investisseurs internationaux.

► Les perspectives de croissance sont assombries pour des années dans les pays obérés par une forte dette publique

A l'inverse, la zone euro, les États-Unis et la Grande-Bretagne restent confrontés à d'importants problèmes. L'endettement que connaissent ces pays entrave leur croissance à long terme car le problème de la dette ne peut être résolu rapidement. Les États concernés se voient contraints de réduire leurs dépenses. Le tableau 1 met en exergue une conséquence fréquemment sous-estimée de l'endettement public. Plus un État s'endette, plus sa marge de manœuvre financière diminue du fait des intérêts à acquitter. En admettant, comme c'est le cas dans le tableau 1, que les intérêts retrouveront d'ici 2015 le niveau moyen atteint lors des deux dernières décennies, certains pays seront amenés à consacrer près d'un cinquième des recettes publiques totales au règlement des intérêts débiteurs. En d'autres termes, seuls 80 % des recettes sont à disposition pour accomplir les tâches publiques. Lorsque des économies doivent être réalisées, les budgets de la formation et des infrastructures subissent souvent des coupes. Ainsi, les conditions deviennent encore moins propices à la croissance dans les économies concernées. De plus, des hausses d'impôt semblent inévitables, ce qui pénalisera encore davantage la croissance. Enfin, il faut s'attendre à une instabilité politique et sociale accrue dans ces pays.

► La politique monétaire expansive menée par la Fed et la BCE s'est traduite par une forte dégradation de leurs bilans

La valeur extérieure des monnaies dépend des politiques fiscales menées, mais elle subit aussi fortement l'influence des politiques monétaires menées par la Fed et la BCE. Les banques centrales perdent de leur indépendance à l'égard du monde politique et mettent en danger leur réputation en rachetant des obligations d'État à grande échelle³. La politique monétaire ultra-expansive conduite par la Fed explique en partie la faiblesse du dollar. Elle alimente le potentiel d'inflation. Or un retour à la politique monétaire appliquée avant la crise n'est toujours pas d'actualité. La BCE a également incorporé à son bilan des problèmes considérables en rachetant les obligations d'États très endettés de la zone euro.

Il semble donc peu probable que les monnaies concernées retrouvent rapidement de la vigueur.

³ Minsch, R. et Schnell, F. (2010) : Vers un retour de l'inflation ?, novembre 2010, www.economiesuisse.ch

Tableau 1

► De nombreux États auront moins de moyens à disposition ces prochaines années en raison du poids croissant du service de la dette.

Intérêts acquittés en % des recettes publiques totales

Pays	2000	2007	2010	2015
Grèce	16 %	12 %	18 %	35 %
Irlande	6 %	3 %	15 %	20 %
Japon	8 %	9 %	8 %	20 %
Portugal	9 %	7 %	10 %	19 %
Italie	15 %	11 %	10 %	18 %
États-Unis	9 %	8 %	9 %	17 %
Grande-Bretagne	6 %	6 %	8 %	14 %
Espagne	10 %	4 %	7 %	14 %
Allemagne	7 %	6 %	5 %	9 %
Suisse	6 %	4 %	3 %	5 %
Moyenne	9 %	7 %	9 %	17 %

Source : Moniteur des finances publiques du FMI, avril 2011, OECD Economic Outlook No. 88. Hypothèses pour 2015: intérêts 2015 d'après la moyenne 1990-2010, recettes et dettes selon le FMI

► Tous les fondamentaux de l'économie continuent à parler en faveur d'un franc fort

Dans ces conditions, le franc tend à se renforcer, indépendamment de l'effet de valeur refuge. Les fondamentaux de l'économie continuent à parler en faveur d'une monnaie suisse forte. Il ne faut pas s'attendre à ce le franc entre dans une phase de sous-évaluation dans les prochaines années en regard de la parité de pouvoir d'achat. L'expérience montre toutefois que les phases de surévaluation ne sont pas éternelles et qu'en règle générale, les monnaies finissent par se rapprocher du cours en parité de pouvoir d'achat. Toutefois, vu les incertitudes qui règnent dans la zone euro et aux États-Unis, il semble probable que le franc restera fort pour une durée supérieure à quelques trimestres, de l'ordre de quelques années. Le phénomène du franc fort est appelé à durer.

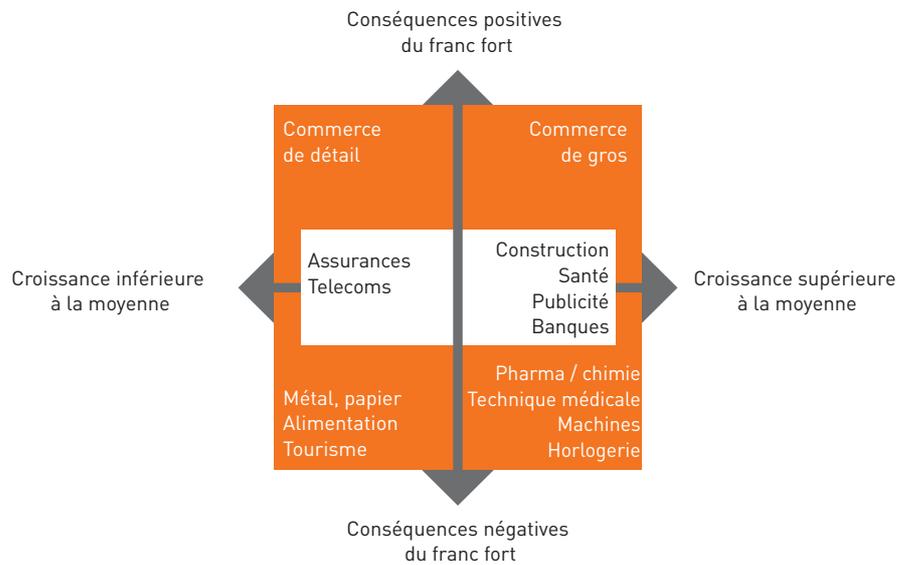
Les conséquences économiques du franc fort

► L'économie suisse a relativement bien digéré la robustesse du franc grâce à la demande toujours soutenue en provenance des marchés émergents asiatiques et latino-américains

L'économie suisse a relativement bien digéré l'appréciation du franc de ces derniers mois grâce à la demande toujours soutenue en provenance des marchés émergents asiatiques et latino-américains et d'économies dynamiques telles que l'Allemagne. La situation sur le front des monnaies a été quelque peu éclipsée jusqu'ici par le bon positionnement de l'industrie horlogère, de l'industrie des machines, de l'industrie pharmaco-chimique et de l'industrie des technologies médicales sur ces marchés en croissance. Les entreprises qui n'opèrent pas dans des niches hautement spécialisées à forte valeur ajoutée sont en posture beaucoup plus délicate. Le prix tend à jouer un rôle plus prépondérant dans la métallurgie et l'industrie du papier car le degré de différenciation y est moindre. Ainsi, le taux de change affecte de manière plus immédiate et brutale les résultats des entreprises dans ces secteurs. La branche du tourisme est durement touchée aussi par le renforcement du franc du fait qu'une partie plus importante des prestations acquises en amont sont produites en Suisse.

Graphique 5

► Dans l'ensemble, le cours élevé du franc inhibe la croissance de l'économie suisse – bien qu'il profite à certaines branches.

Impact du franc fort durant le 1er semestre 2011 selon la branche

Source : représentation propre

► Toutefois, la conjoncture ne dépend pas uniquement de l'évolution du taux de change

Les statistiques confirment les conséquences négatives de l'appréciation du franc. Depuis la fin du système de Bretton Woods et l'introduction de taux de change flexibles en 1973, la Suisse a dû s'accommoder de fluctuations des cours d'amplitude variable. Le graphique 5 permet de comparer l'évolution des taux de croissance du taux de change réel et du produit intérieur brut de la Suisse depuis 1973. Un examen attentif révèle que la croissance du PIB tend à s'accroître durant les phases d'affaiblissement du franc et à ralentir pendant les phases d'appréciation. L'évolution du taux de change a donc un impact sur la marche générale de l'économie mais elle n'est manifestement pas le seul facteur qui influence la conjoncture. La croissance de l'économie mondiale a un impact plus important sur les exportations suisses et, par conséquent, sur la conjoncture en Suisse, que l'évolution du taux de change⁴.

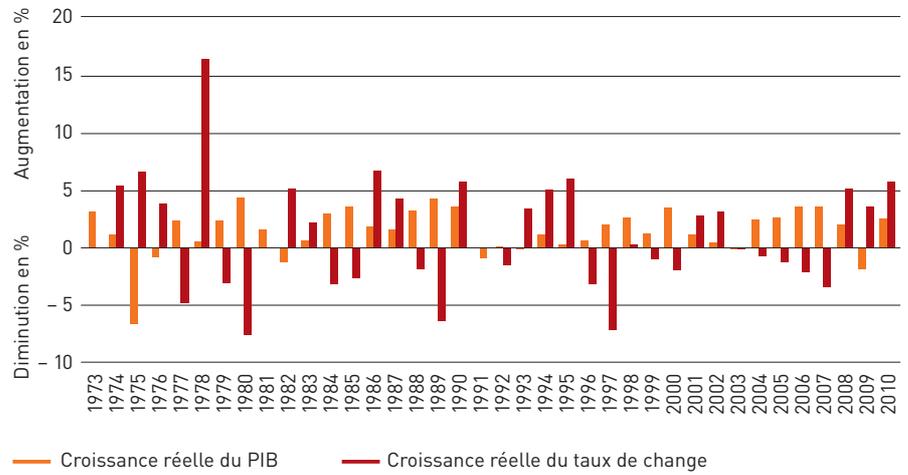
⁴

Les analyses économétriques ne débouchent pas sur des résultats uniformes concernant l'effet du taux de change sur l'évolution de l'économie. L'estimation de la sensibilité aux variations diffère selon la période prise en compte, la fréquence des données et les bases de calcul. Toutefois, l'effet est statistiquement significatif en règle générale.

Graphique 6

► Le taux de change a un impact sur l'évolution de la conjoncture. Mais d'autres facteurs jouent un rôle au moins aussi important.

Croissance réelle du PIB et du taux de change pondéré par le commerce extérieur



Source : BNS, SECO

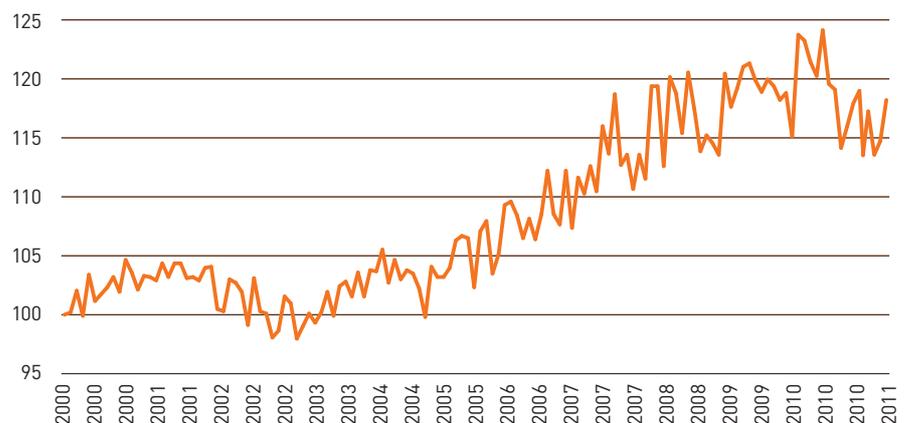
L'appréciation du franc contraint les exportateurs à faire des concessions de prix. Le graphique 7 montre clairement que les prix des marchandises à l'exportation ont baissé parallèlement au renforcement du franc au cours des derniers trimestres. Les entrepreneurs suisses restent concurrentiels sur les marchés d'exportation par ce moyen. Mais les réductions de prix entament les marges et réduisent la capacité d'investir. In fine, elles constituent une hypothèque pour la compétitivité future des entreprises suisses. De ce fait, les conséquences négatives de l'appréciation du franc ne se répercuteront en toute clarté sur la statistique des exportations qu'au fil du temps.

Graphique 7

► Depuis quelque temps, les exportateurs suisses sont contraints de faire des concessions de prix. Les marges bénéficiaires s'en ressentent.

Prix des marchandises à l'exportation

Indice du commerce extérieur 2000 = base 100



source : AFD

► Les entreprises axées sur l'exportation répercutent en partie la pression qu'elles subissent sur leurs fournisseurs basés en Suisse

L'appréciation du franc n'affecte de loin pas que le secteur de l'exportation. L'économie intérieure en ressent les effets également. Le franc fort force les entreprises exportatrices à augmenter encore leur productivité et à réduire le coût des prestations acquises en amont payables en francs. Les deux phénomènes ont un impact défavorable sur la conjoncture en Suisse. La croissance de l'emploi s'en trouve ralentie malgré les carnets de commandes bien remplis et bien des entreprises auront une marge de manœuvre plus faible en fin d'année pour augmenter les salaires. Ainsi, la croissance des rémunérations sera plus faible en moyenne. Certaines entreprises sont amenées à supprimer des emplois. Un deuxième facteur joue un rôle : de nombreuses entreprises vérifient si leurs fournisseurs suisses sont encore compétitifs au taux de change actuel. Ils exigent des concessions de prix ou se rabattent sur des fournisseurs étrangers. De nombreuses PME en sont affectées. Ainsi, avec un décalage, le franc fort a aussi un impact sur l'économie intérieure par l'intermédiaire des prestations produites en amont pour l'industrie d'exportation.

Quelques branches en nombre limité tirent des avantages de la vigueur du franc. Les importateurs exclusifs et les grossistes font partie de ceux qui tirent profit du franc fort. Ils peuvent améliorer leurs marges en tardant à réduire les prix. Le consommateur suisse tire aussi des avantages de la situation : le prix de ses vacances à l'étranger diminue et il bénéficie de prix à l'importation réduits – lorsque la concurrence joue. Son pouvoir d'achat s'améliore en comparaison internationale.

► La situation sur le front des monnaies incitera les entreprises à opter plus rarement pour la Suisse comme site pour procéder à des investissements

Les conséquences de la situation sur le front des monnaies sur l'industrie d'exportation et le secteur touristique vont encore s'accroître dans le futur. La Suisse pourrait être choisie plus rarement comme site pour procéder à des investissements du fait de la vigueur persistante du franc. Ce point est particulièrement problématique. Certains investisseurs pourraient privilégier des sites étrangers plutôt que de créer ou de développer en Suisse des activités de fabrication, des centres de recherche ou des emplois dans le domaine de services. La robustesse du franc a des effets rampants mais durables sur l'évolution de l'économie en Suisse. Ils ne se répercuteront sur les statistiques qu'au deuxième semestre 2011 et surtout en 2012. Des premiers signes de ralentissement apparaissent dans les données des exportations. En mai 2011, les exportations ont stagné après des mois de croissance. Il s'agit d'une première depuis le creux de la vague atteint en 2009.

Mesures de politique économique visant à contrer le franc fort

► Le problème du franc fort n'est pas l'apanage de l'industrie d'exportation. Il touche l'ensemble de l'économie

Les réflexions présentées à ce stade montrent que le phénomène du franc fort est probablement appelé à durer. La vigueur du franc rend la Suisse moins attrayante comme site de production de biens et services. Elle influence les décisions d'investissement et a un impact croissant sur l'économie intérieure. La quête de potentiels d'économies conduira à l'acquisition en amont de plus de prestations importées ou à la répercussion partielle sur les fournisseurs suisses de l'énorme pression qui s'exerce sur les marges. Même le profit que le secteur de la finance tire de l'effet de valeur refuge n'est qu'apparent. Certes, du capital supplémentaire en provenance de l'étranger afflue en Suisse. Mais le franc fort a aussi des inconvénients. La plupart des coûts sont payables en francs tandis qu'une bonne partie des revenus sont réalisés en monnaies étrangères. Ce phénomène affecte aussi la place financière. Ainsi, les conséquences négatives de la vigueur du franc ne sont pas l'apanage de l'industrie d'exportation. Elles touchent l'ensemble de l'économie.

Dans ce contexte, il convient de s'interroger sur les moyens dont dispose le monde politique pour contrer le franc fort et en réduire les effets économiques indésirables.

► Depuis 1973, la Suisse a donné la priorité à des marchés des capitaux ouverts et à une politique monétaire indépendante

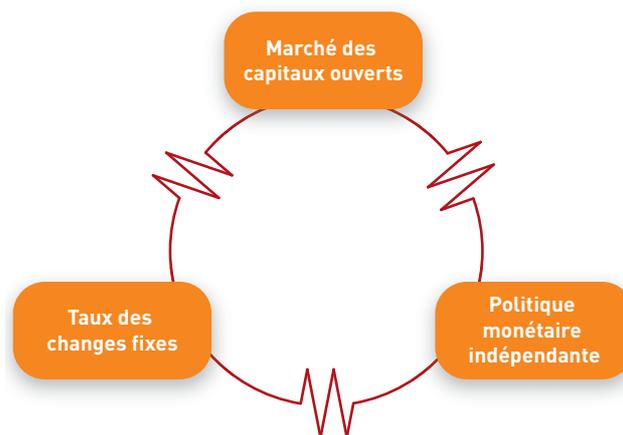
Politique monétaire

En théorie, la politique en matière de change peut poursuivre trois objectifs macroéconomiques distincts, en partie contradictoires : des marchés des capitaux ouverts, un taux de change fixe et une politique monétaire indépendante. Il est impossible d'atteindre plus de deux objectifs à la fois. Chaque pays est contraint de renoncer à l'un des trois objectifs. Depuis 1973, la Suisse a donné la priorité à une politique monétaire indépendante et à des marchés des capitaux ouverts. Cela lui a permis d'appliquer une politique monétaire axée sur l'économie suisse et de contenir l'inflation à un bas niveau globalement au cours des dernières années. La Banque nationale suisse (BNS) renonce à un taux de change fixe et privilégie des marchés des capitaux ouverts car ceux-ci sont d'une importance cruciale pour les entreprises internationales basées en Suisse.

Graphique 8

► En théorie, la politique en matière de change peut poursuivre trois objectifs distincts, mais, en pratique, il est impossible d'en atteindre plus de deux à la fois.

Franc fort : les trois pôles formant le champ de tension macroéconomique



Source : représentation propre

► Un taux de change fixe présenterait de nombreux inconvénients pour la Suisse

Ce choix est le prix à payer pour une politique indépendante et l'ouverture des marchés des capitaux. Si la Suisse définissait un taux de change fixe, elle devrait renoncer à une politique monétaire indépendante ou introduire un contrôle des flux de capitaux. Un contrôle des flux de capitaux saperait la confiance placée dans la place financière suisse et produirait de grands dommages économiques chez les entreprises industrielles internationales basées en Suisse. L'abandon d'une politique monétaire autonome générerait des coûts considérables pour la place financière et industrielle.

Le passé récent montre que l'arrimage du franc à l'euro se heurterait à de grandes difficultés. En 2009 et 2010, la BNS est intervenue massivement sur le marché des changes en achetant des euros. Les réserves de devises ont ainsi grimpé d'environ 47 milliards de francs en 2008 à quelque 239 milliards en mai 2010. Ces interventions n'ont pas permis d'empêcher le raffermissement du franc à l'égard de l'euro. En revanche, la BNS a subi des pertes de change massives consécutivement à l'appréciation du franc.

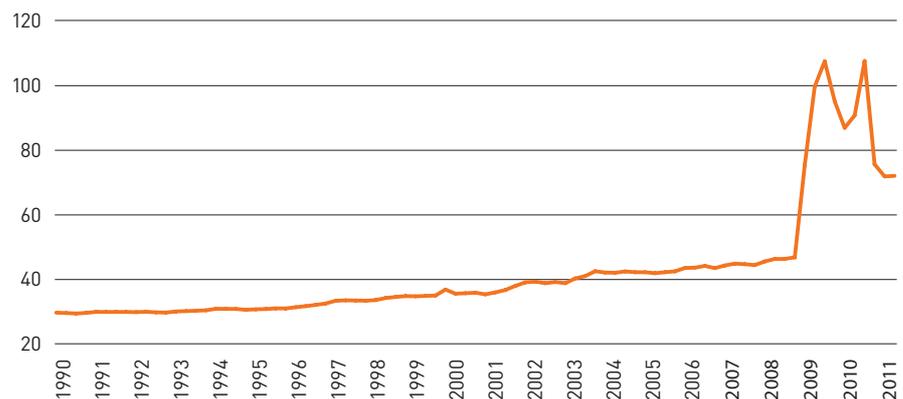
► La Banque nationale est contrainte de stériliser une partie de la liquidité supplémentaire qu'elle a créée

Graphique 9

► Les interventions massives de la BNS ont conduit à une flambée temporaire de sa base monétaire.

Depuis, la BNS est contrainte de stériliser au moins en partie la liquidité supplémentaire qu'elle a créée en francs (cf. la publication d'economiesuisse «Vers un retour de l'inflation ?»). La base monétaire n'a pu être ramenée à une bonne septantaine de milliards de francs que moyennant le retrait de liquidités du circuit à titre temporaire.

La base monétaire de la BNS



Source : Thomson Reuters Datastream

► A l'heure actuelle, la BNS serait tout au plus en mesure d'arrimer le franc à l'euro à un cours auquel le franc serait déjà fortement surévalué

A l'heure actuelle, la BNS serait tout au plus en mesure d'arrimer le franc à l'euro à un cours de l'ordre de 1 francs 20, taux de change qui traduit déjà une forte surévaluation du franc. Le cours en parité de pouvoir d'achat se situe aux alentours de 1 francs 40 en ce moment. On cimenterait donc la surévaluation du franc. Ce serait clairement contraire à l'intérêt de l'économie suisse. Même un arrimage temporaire ne dissuaderait pas les investisseurs de poursuivre leurs achats de francs. La BNS pourrait se trouver en situation de devoir acheter des euros pour des sommes énormes dans le but de maintenir un taux de change constant. Si la BNS allait jusqu'à annoncer un cours cible correspondant à la parité de pouvoir d'achat, ce ne serait guère perçu comme crédible. Les marchés spéculeraient sur l'abandon de cet objectif. L'arrimage temporaire du franc à l'euro présenterait lui aussi de grands risques. La facture pourrait se présenter sous forme d'inflation.

► Même en cas d'arrimage permanent, le marché est en mesure de contraindre les acteurs concernés à modifier un taux de change censé être fixe

L'arrimage à l'euro ne fonctionnerait que si les marchés étaient convaincus de son caractère permanent. A cette fin, la Suisse devrait conclure un accord avec la Banque centrale européenne, comme l'a fait le Danemark, et renoncer à une politique monétaire autonome. On sait d'expérience que, même dans ce cas de figure, le marché est en mesure de contraindre les acteurs concernés à modifier un taux de change fixe lorsque les fondamentaux de l'économie y invitent. On se rappelle par exemple de la dévaluation de la livre britannique et de la lire avant l'introduction de l'euro, à l'époque du Système monétaire européen. Les deux monnaies avaient cédé sous la pression des marchés malgré les protestations du monde politique.

En résumé : l'arrimage du franc à l'euro présenterait des risques importants. Il détendrait temporairement la situation mais aurait des inconvénients à long terme pour la Suisse.

► L'introduction d'intérêts négatifs n'aurait pratiquement pas d'effet, mais serait très dommageable à la place financière et industrielle suisse

► La mise en place d'un «gentleman's agreement» et l'interdiction des ventes à découvert resteraient sans effet. Les transactions migreraient simplement sous d'autres cieux

► Des mesures ciblées qui visent à renforcer le secteur de l'exportation ont déjà été expérimentées lors de la crise financière.

D'autres recettes «miracles» apparemment simples parfois évoquées ne fonctionneraient pas davantage en pratique. L'introduction d'intérêts négatifs resterait pratiquement sans effet car elle ne pourrait être ordonnée aux banques que sur le territoire suisse. L'impact sur le cours serait faible car une part considérable des opérations de change en francs ont lieu sur d'autres places financières (à Londres et à New York pour l'essentiel). Les intérêts négatifs seraient surtout dommageables à la place financière. Lorsque l'on pénalise des transactions en Suisse, elles migrent simplement vers l'étranger. La Suisse en a déjà fait la douloureuse expérience lors de l'introduction du droit de timbre. De telles mesures nuisent tant la place financière qu'à l'économie dans son ensemble.

Un gentleman's agreement – par lequel les banques suisses s'engageraient à cesser de spéculer sur un franc fort – ne produirait pas davantage d'effet pour la même raison. Cet instrument avait déjà été utilisé dans les années 1970 sans conduire à une dépréciation notable du franc, et ce, bien que les marchés financiers étaient nettement moins intégrés à l'époque. L'interdiction des ventes à découvert ne servirait pas non plus à grand chose. Les transactions migreraient simplement à l'étranger.

Il n'existe pas de recettes miracles. L'indépendance de la Banque nationale doit être préservée afin qu'elle puisse accomplir sa mission en cette période incertaine. Des comparaisons internationales montrent que les banques centrales soumises à une forte pression politique produisent de moins bons résultats⁵.

Politique économique

La marge de manœuvre dans le domaine de la politique monétaire est pratiquement épuisée. Cela dit, la politique monétaire n'est en mesure de générer des effets positifs qu'à court et moyen terme pour l'essentiel. À l'inverse, le rôle de la politique économique et fiscale est d'améliorer les conditions cadres au regard de l'appréciation massive du franc.

La politique économique fournit-elle des instruments à même de soulager de façon ciblée l'industrie d'exportation et la branche du tourisme, particulièrement touchées par la robustesse du franc ? Permettraient-elles de surmonter les défis liés à l'appréciation du franc ? Une tentative de définir des mesures ciblées en faveur du secteur de l'exportation avait déjà été entreprise au moment de la crise financière et du recul de la conjoncture mondiale. L'assurance contre les risques à l'exportation avait été étendue, la promotion de place suisse avait été renforcée et l'enveloppe pour la promotion à l'étranger du tourisme en Suisse avait été augmentée. Les critères auxquels ces mesures axées sur le court terme devaient satisfaire étaient ceux de la politique conjoncturelle. Ils devaient être en phase avec les objectifs visés, déployer des effets au moment opportun et être temporaires. Il était apparu clairement à l'époque qu'il n'existait guère d'autre mesure praticable et appropriée pour venir en aide à l'industrie d'exportation à court terme. Des mesures de politique économique telles que l'augmentation de la consommation publique ou l'intensification des investissements permettent peut-être de soutenir la conjoncture intérieure, mais elles sont largement inappropriées pour remédier aux problèmes de l'industrie d'exportation.

⁵ Exiger l'indépendance de la Banque nationale et débattre publiquement du sens et du but des interventions considérables opérées sur le marché des changes en 2010 ne s'excluent pas. La BNS avait justifié ses interventions par le risque de déflation qui guettait à l'époque. La BNS a pratiquement perdu toute marge de manœuvre (politique) pour intervenir sur le marché des changes du fait des réserves de monnaies importantes qu'elle a accumulées.

► Il n'existe guère de mesures appropriées pour venir en aide à l'industrie d'exportation à court terme

Malheureusement, il n'existe pratiquement pas d'instruments efficaces pour soulager l'industrie d'exportation à court terme dans la phase actuelle de franc fort. Les entreprises doivent avant tout compter sur elles-mêmes pour venir à bout des problèmes importants qui se posent.

Le phénomène du franc fort est appelé à durer. L'attrait de la Suisse en pâtit en tant que site économique. Il n'existe guère de mesures de politique économique appropriées pour venir en aide à court terme au secteur de l'exportation, directement touché ; en revanche, il est parfaitement possible – et nécessaire – de rendre la place économique plus attrayante à long terme. Les conditions cadres doivent impérativement être améliorées pour compenser au moins en partie les inconvénients liés au franc fort.

► On ne saurait juger à l'aune des mêmes critères des mesures qui visent à améliorer les conditions cadres à long terme ou des mesures conjoncturelles axées sur le court terme

Quels critères ces mesures doivent-elles remplir ? On ne saurait appliquer à des mesures à long terme ceux utilisés pour des mesures conjoncturelles. En principe, des mesures d'amélioration des conditions cadres ne doivent pas être axées uniquement sur les milieux particulièrement touchés. Deuxièmement, ce type de mesures ne déploient leurs effets qu'après un certain temps. Enfin, des mesures de nature temporaire ne permettent pas de renforcer la place économique.

economiesuisse utilise les critères suivants comme fil rouge pour évaluer les mesures de politique économique :

- Elle renforce la compétitivité de l'économie suisse à long terme.
- Elle est conforme au frein à l'endettement.
- Elle est défendable sur le principe et ne réserve de traitement privilégié à aucune industrie ou secteur.

Les mesures auxquelles le Parlement a commencé à s'attaquer et dont la mise en œuvre peut être accélérée ou anticipée doivent être traitées en priorité. Mais il s'agit aussi de faire avancer d'autres mesures qui augmentent l'attrait de la place économique.

Tableau 2

► Des possibilités d'améliorer les conditions cadres de l'économie suisse subsistent dans différents domaines.

A faire : améliorer les conditions cadres**1. Réduire taxes et impôts**

- 3e réforme de l'imposition des entreprises (suppression du droit de timbre d'émission sur les fonds propres et les fonds étrangers, améliorer la déduction des pertes)
- abaisser les taux d'imposition frappant le bénéfice des entreprises au niveau cantonal et fédéral
- réduire les prélèvements au niveau fédéral et cantonal
- taux d'imposition spéciaux pour les contrats de licence et les sources de revenus similaires dans le domaine de la recherche et du développement notamment
- TVA : allègement des entreprises par le biais du taux unique

2. Politique économique extérieure – ouvrir de nouveaux marchés

- élargir le portefeuille d'accords de libre-échange (Chine, Inde, Brésil et Russie surtout)
- développer les relations bilatérales avec l'UE
- suppression de la protection douanière pour les produits agricoles : réduction des charges pour le secteur touristique et recul du tourisme d'achat
- développer les conventions de double imposition dans le but de renforcer la place économique
- promotion des exportations : collaboration renforcée entre les institutions financées par l'État et les prestataires privés
- assurance contre les risques à l'exportation (ASRE) : prolonger les mesures, développer la collaboration avec des prestataires privés pour la commercialisation des prestations de l'ASRE

3. Promouvoir l'innovation

- promotion du domaine MINT (mathématiques, informatique, sciences naturelles et technique)
- doter la recherche et la formation de moyens suffisants

4. Renforcer la concurrence sur le marché intérieur

- faire baisser les prix à l'importation en intensifiant la concurrence
- application systématique du principe du Cassis de Dijon (économies pour les consommateurs et le secteur touristique)

5. Solutions flexibles et décentralisées par branche ou entreprise

- marge de manœuvre au niveau de la branche ou de l'entreprise, collaboration avec les partenaires sociaux en vue d'améliorer la productivité et préserver les emplois

6. Réduire le poids de la paperasserie dans les entreprises

- supprimer les normes excessives qui génèrent des frais (dans la construction notamment)
- accélérer les procédures d'autorisation et de recours

Il est essentiel que les conditions cadres de la politique économique ne soient pas péjorées dans le contexte délicat que nous connaissons. Des idées de mesures potentiellement très dommageables font régulièrement irruption dans le débat. Elles doivent impérativement être écartées en cette période tendue sur le plan économique.

Tableau 3

► Diverses mesures actuellement débattues dans le monde politique et dans les médias doivent être écartées à tout prix.

A éviter : détériorer les conditions cadres et s'écarter des grands principes**1. Ne pas mettre en péril l'indépendance de la Banque nationale**

- pas de prescriptions concernant la politique monétaire

2. Ne pas attenter à la flexibilité du marché du travail

- pas de remise en cause de la libre circulation des personnes avec l'UE
- pas de réduction des contingents pour les États tiers

3. Ne pas accabler davantage les entreprises d'impôts et de taxes

- Éviter de renchérir fortement les prix de l'électricité par l'intermédiaire de taxes et de mesures climatiques uniquement axées sur le territoire national ou en excluant des options de production d'électricité concurrentielles

4. Éviter la surréglementation

- ne pas amoindrir le caractère libéral du droit des sociétés
- renoncer aux réglementations denses et inopportunes (banques et assurances surtout)

5. Ne pas mener de politique industrielle

- pas de subventions/conditions privilégiées réservées à certaines branches ou entreprises

► Augmenter la productivité et réduire les coûts au même rythme que le franc s'appreciait s'est avéré impossible

Conclusion

La vigueur du franc pose de sérieux problèmes à l'industrie d'exportation et à la branche du tourisme. Le franc est actuellement surévalué par rapport à l'euro et au dollar à l'aune de la parité de pouvoir d'achat. Le taux de change «équitable» se situerait aux alentours de 1 franc 40 par euro et d'un peu moins de 1 franc 10 par dollar. Au cours des 18 derniers mois, le franc s'est apprécié de près de 20 % par rapport à l'euro. Ce raffermissement a des effets similaires à une hausse d'impôt ou de taxe pour l'économie suisse : chaque heure de travail payable en francs fournie au sein d'une entreprise exportatrice coûte 20 % après conversion en euros. La grande rapidité avec laquelle le franc s'est apprécié au cours des derniers trimestres est particulièrement problématique. Dans l'incapacité d'augmenter la productivité et de réduire les coûts au même rythme que le franc s'appreciait, de nombreux exportateurs ont vu leurs marges fondre ou même virer dans le rouge.

► La politique monétaire et la politique économique ne fournissent pas de solution à court terme

L'économie doit se retrousser les manches. La politique monétaire et la politique économique ne fournissent pas de solution à court terme. L'arrimage du franc à l'euro à un cours acceptable n'est pas réaliste. L'introduction d'intérêts négatifs et la mise en place de gentleman's agreements n'affaibliraient pas notablement le franc. La politique économique ne fournit pas davantage d'antidotes à la force du franc à court terme. Les mesures potentiellement appropriées ont déjà été mises en œuvre : l'assurance contre les risques à l'exportation a été étendue, la promotion de la place économique a été renforcée et l'enveloppe pour la promotion à l'étranger du tourisme en Suisse a été augmenté.

► La vigueur du franc est appelée à durer – d'où la nécessité de prendre des mesures efficaces à long terme

Une surévaluation aussi importante d'une monnaie ne dure pas éternellement. C'est ce qu'enseigne le passé. Avec le temps, les taux de change nominaux tendent à se rapprocher de la parité de pouvoir d'achat. Toutefois, le processus peut prendre des années. Le problème d'endettement que connaissent les États-Unis et l'UE notamment ne peut être résolu d'un jour à l'autre. Il inhibera la croissance économique dans ces pays. Dans ces conditions, la tendance au franc fort semble être appelée à durer.

Le monde politique doit passer à l'action. Il se devrait de réagir si la place économique devait perdre de son attrait. Toute mesure de nature à améliorer la compétitivité de l'économie suisse à long terme est bienvenue et même nécessaire, mais elle doit être conforme au frein à l'endettement, être défendable sur le principe et de pas conduire à des traitements privilégiés qui créeraient un précédent.

► Des mesures de nature à renforcer la place économique suisse peuvent être prises dans six domaines

En premier lieu, le niveau général de la charge fiscale supportée par les entreprises doit être réduit. La 3e réforme de l'imposition des entreprises doit être attaquée avec détermination. Deuxièmement, de nouveaux accords de libre échange doivent être conclus et le nombre de conventions de double imposition doit être augmenté. Troisièmement, il s'agit de promouvoir l'innovation. L'accent doit être mis sur le domaine des mathématiques, de l'informatique, des sciences naturelles et de la technique. La formation et la recherche doivent être dotées de moyens suffisants. De plus, le transfert de technologies doit être intensifié. Quatrièmement, il faut accroître la concurrence sur le marché intérieur afin que les prix à l'importation baissent effectivement. Cinquièmement, des solutions flexibles doivent être trouvées dans l'intérêt de l'emploi au sein des entreprises ou au niveau des branches. Enfin, sixièmement, le poids de la paperasserie doit être réduit dans les entreprises.

► La banque centrale doit conserver son indépendance. Il convient de renoncer aux réglementations inutiles

Par ailleurs, le monde politique est invité à s'abstenir d'édicter des réglementations qui péjoreraient les conditions cadres de l'économie suisse. L'indépendance de la Banque nationale doit être préservée. La flexibilité du marché du travail doit être défendue. Il convient d'éviter d'accabler encore davantage les entreprises d'impôt et de taxes. Enfin, il s'agit de résister aux velléités de mener une politique industrielle, en dépit de la posture délicate dans laquelle se trouvent certaines entreprises.

L'activisme n'est pas de mise. La seule stratégie durable dans le contexte du franc fort est d'appliquer une politique axée sur la croissance à long terme.

Pour toutes questions :

rudolf.minsch@economiesuisse.ch

mathieu.tornare@economiesuisse.ch