

Le cours de change du franc : une menace pour la Suisse ?

dossierpolitique

7 juin 2010

Numéro 8

Le cours de change en point de mire. Le cours de change du franc suisse focalise de plus en plus l'intérêt du public. Sa récente appréciation entraîne des coûts élevés pour notre industrie d'exportation. Ce phénomène fait suite au véritable « annus horribilis » qu'a connu notre industrie d'exportation en 2009. Pourtant, un regard sur l'évolution réelle du cours du franc montre que notre monnaie n'est pas tellement surévaluée. La force momentanée du franc est d'ailleurs tout à fait compréhensible à partir des modèles économiques actuels. Avec son faible niveau d'endettement et la productivité élevée de ses exportations, la Suisse est un peu victime de son propre succès. Il faut donc s'attendre à long terme à une appréciation du franc. Il serait dangereux de vouloir endiguer cette tendance en arrimant le franc à l'euro. Cela signifierait la fin de l'indépendance de la BNS et des avantages comparatifs de la Suisse au niveau des taux d'intérêt.

Position d'economiesuisse

- ▶ Un franc fort vis-à-vis de l'euro pénalise les exportations. Mais d'autres facteurs comme la conjoncture mondiale sont beaucoup plus déterminants. À long terme, l'économie peut s'adapter à une appréciation du franc.
- ▶ Les bonnes conditions budgétaires qui règnent en Suisse ainsi que la forte productivité des secteurs exportateurs continuent de soutenir le franc. Il faut donc s'attendre à long terme à voir le franc s'apprécier encore.
- ▶ La Banque nationale suisse peut certes remédier temporairement à une envolée du franc, mais elle ne saurait combattre une appréciation du franc sur la durée. economiessuisse est opposée à un arrimage du franc à l'euro. Une telle mesure signifierait la fin de l'indépendance de la BNS et de l'avantage comparatif de la Suisse en termes de taux d'intérêt.
- ▶ Un affaiblissement du franc pourrait et devrait être obtenu via un accroissement de la productivité des secteurs du marché intérieur.

Le cours du franc au centre des débats de politique économique

► Les fluctuations du taux de change revêtent une grande importance pour la politique économique

Le cours de change joue un rôle important en politique économique. Les fluctuations de change modifient les prix des biens et des services produits dans le pays par rapport aux biens fournis par des pays étrangers. L'appréciation du franc a pour effet de renchérir les produits suisses d'exportation à l'étranger. Afin de ne pas perdre leurs clients, les exportateurs n'ont souvent pas d'autre choix que de maintenir leurs prix à l'étranger à un niveau constant et de s'accommoder d'une marge plus faible. La branche du tourisme elle aussi souffre d'un franc fort. Mais une monnaie forte comporte aussi des aspects positifs. Elle fait baisser les prix des importations, tels celui de l'essence ou des textiles. En outre, le franc est l'une des monnaies qui se négocient le plus sur les marchés financiers. La monnaie suisse revêt donc aussi une importance internationale.

Cela fait quelques mois que le taux de change du franc, en particulier par rapport à l'euro, est au centre des débats de politique économique. L'appréciation de notre monnaie nationale est suivie attentivement, la Banque nationale procède à des interventions massives pour endiguer un nouveau renforcement du franc. Il est d'autant plus important de porter un regard critique sur l'évolution que la situation revêt un aspect extraordinaire. Nous nous proposons d'examiner tout d'abord le passage des cours de change fixes aux cours de change flottants ainsi que les implications de ces deux systèmes. Cela nous amènera à l'analyse des facteurs qui influencent le cours de change. Enfin, nous nous pencherons sur la question de la surévaluation du franc et nous tenterons de voir quelle évolution se dessine pour l'avenir.

D'un système des cours de change fixes aux cours flottants

► Instauration d'un système de cours de change fixes après la Deuxième Guerre mondiale

Bretton Woods

Après la Deuxième Guerre mondiale, les pays industrialisés étaient en principe d'accord pour admettre qu'un système financier mondial stable passait par la mise en œuvre de cours de change fixes. Les conditions précises de ce système ont été définies en 1944 dans l'Accord de Bretton Woods. Ce système a relativement bien fonctionné pendant la période de la reconstruction de l'Europe ; le dollar était alors une monnaie rare. Mais pendant la guerre du Viêtnam, les États-Unis ne se sont plus souciés de leurs engagements internationaux et ils se sont mis à pratiquer une politique monétaire expansionniste dictée par leurs priorités internes. Par la suite, les taux d'inflation en Amérique sont devenus sensiblement plus élevés que ceux de l'Europe. Cette évolution a mis les monnaies européennes et notamment le franc suisse de plus en plus sous pression à la revalorisation. Pour maintenir le cours de change prescrit par l'Accord de Bretton Woods, la Suisse a dû pratiquer elle aussi une politique monétaire expansionniste et s'accommoder ainsi d'une assez forte inflation.

► La lutte contre la menace de l'inflation

Afin de contenir l'inflation, la Suisse s'est efforcée d'éponger les fortes liquidités en francs au moyen d'opérations de stérilisation. Le fonctionnement de cette stratégie était le suivant : l'émission d'obligations d'État et la vente de devises non libellées en dollars permettaient de retirer du marché (stériliser) la pléthore de francs née des achats de dollars. Cette stratégie de stérilisation permettait certes de résoudre le problème de l'inflation, mais au prix d'une

pression à l'appréciation du franc. Des mesures régulatrices ont été mises en place pour endiguer la forte demande de francs suisses et ainsi limiter la pression à la revalorisation du franc (« par exemple lois visant à lutter contre l'afflux de fonds étrangers »). En 1971, la pression est devenue trop forte et la Suisse a abrogé les textes légaux par lesquels elle s'engageait à stabiliser les cours de change. Il en est immédiatement résulté une forte revalorisation du franc suisse par rapport au dollar.

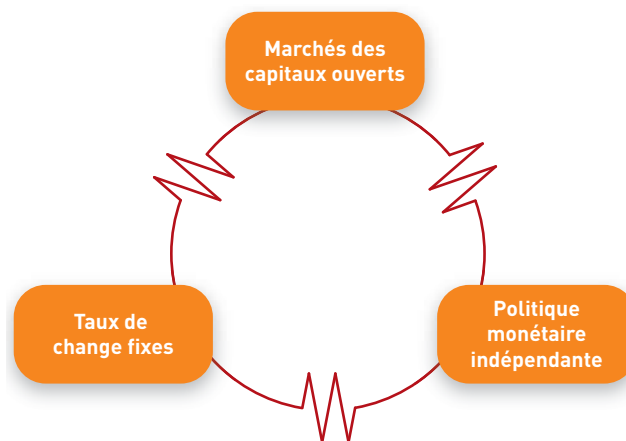
Le trilemme macroéconomique

Les événements qui ont entouré le système de Bretton Woods se prêtent parfaitement à illustrer le principe central de macroéconomie internationale. Il n'est pas possible de réaliser en même temps les trois objectifs politiques que sont des marchés des capitaux ouverts, des cours de change fixes et une politique monétaire indépendante. Ce phénomène est connu sous le nom de trilemme macroéconomique¹.

Graphique 1

► On ne peut atteindre que deux des trois objectifs en même temps

Le trilemme macroéconomique



Source : economiesuisse

► Marchés des capitaux ouverts, cours de change fixes ou politique monétaire indépendante

Pour bien comprendre la notion de trilemme, imaginons un État cherchant à atteindre les trois objectifs. Prenons le cas d'une entreprise qui exporte des biens aux États-Unis et qui reçoit en échange des dollars. Comme par ailleurs, elle exerce ses activités dans le pays où elle est implantée, elle souhaite changer ses dollars en monnaie nationale. Cette demande supplémentaire de monnaie intérieure se traduirait, sous le régime des cours de change fixes, par une appréciation de la monnaie intérieure (bien sûr l'appréciation provoquée par une seule entreprise serait très faible). Mais lorsque l'objectif visé est celui d'un cours de change fixe, la banque centrale intervient sur le marché des devises en achetant des dollars avec de la monnaie nationale. Cette intervention entraîne une augmentation de la masse monétaire nationale et tend à accroître l'inflation. Dans ce cas de figure, l'objectif du cours de change fixe rend une politique monétaire indépendante impossible. Les marchés étant ouverts, la banque centrale doit opter pour l'un des deux objectifs.

¹ Obstfeld, M. & Taylor, A. M. (2002). Globalization and Capital Markets. NBER Working Paper Series. Working Paper No. 8846.

► Sous le régime de Bretton Woods, la Suisse était impliquée dans le trilemme

Le comportement de la Suisse sous le régime de Bretton Woods montre bien le fonctionnement immédiat du trilemme dans la réalité. Les mesures régulatrices devaient limiter les échanges de capitaux (et donc atténuer la demande de francs suisses) et l'émission d'emprunts visait à réduire la surabondance de liquidités provoquée par les achats de dollars. Or, cela entravait précisément l'adaptation des prix relatifs, c'est-à-dire que les produits suisses continuaient de se vendre à un prix intéressant à l'étranger, alors que les produits étrangers étaient toujours relativement chers en Suisse. On cherchait en effet à éviter le relèvement du niveau général des prix qu'aurait suscité le prélèvement de liquidités. Cette attitude a encore accru la demande de francs suisses par rapport au dollar (l'exportateur souhaitait échanger les dollars américains contre des francs). Pour le dire en termes familiers, on était entré dans un cercle vicieux. En fin de compte, la pression sur la monnaie était devenue trop forte et il a fallu abandonner l'un des objectifs politiques : le cours de change fixe.

► Il n'est possible d'inverser le trilemme que temporairement

L'exemple de la Suisse montre par ailleurs qu'il ne faut pas trop simplifier le trilemme macroéconomique. Dans la réalité, deux aspects sont à prendre en considération : premièrement, la notion de « cours de change fixes » ne correspond pas à une pratique absolue. Les États peuvent par exemple fixer une fourchette ou recourir à des appréciations et dépréciations contrôlées. Presque toutes les banques centrales surveillent les taux de change pour des raisons de politique conjoncturelle. Deuxièmement, il n'est possible de contourner le trilemme qu'à court terme. L'émission d'emprunts d'État permet de lutter efficacement contre le risque d'inflation liée à une revalorisation de la monnaie nationale. Cette politique a toutefois ses limites. Elle ne fait que différer le problème du trilemme, même s'il peut l'être de plusieurs années. Il arrive un moment où le marché est saturé d'emprunts d'État, où la pression sur la monnaie est trop forte (en raison aussi d'attaques spéculatives) et où le versement des intérêts apparaît tout simplement trop élevé par rapport à l'utilité des fonds.

► Les cours de change flottants ne nuisent pas à l'industrie d'exportation

Les cours de change flottants et l'introduction de l'euro

L'abandon des cours de change fixes a permis à la Banque nationale de mener une politique monétaire indépendante axée sur la lutte contre l'inflation. Le taux de change n'en est pas moins resté longtemps un facteur central de politique monétaire, car dans une petite économie ouverte, il exerce une influence considérable sur la conjoncture et les prix. À ce jour encore, la Banque nationale suisse ne peut pas mener une politique monétaire totalement indépendante de l'évolution des cours de change. Malgré les nombreuses craintes manifestées, il s'est heureusement avéré que le passage aux cours de change flottants n'a pas eu d'effets négatifs sur l'industrie d'exportation.

► Le problème des cycles conjoncturels asymétriques en régime de cours de change fixes

Les États de la Communauté européenne entourant la Suisse se sont efforcés de développer leur propre système de cours de change fixes avec le Système monétaire européen (SME). Comme ce fut le cas avec le système de Bretton Woods, le SME a été confronté au fait qu'un « pays directeur » pouvait déterminer sa politique monétaire de manière plus ou moins indépendante (dans le cas du SME, c'était l'Allemagne). Après la réunification, l'Allemagne a opté pour une politique monétaire restrictive en raison des tendances inflationnistes qui se manifestaient, elle a agi dans un sens diamétralement opposé aux intérêts d'autres États du SME. L'Italie et la Grande-Bretagne surtout ont opté pour une politique monétaire expansionniste afin de soutenir une conjoncture affaiblie. Les dévaluations attendues par rapport aux monnaies de ces pays se sont finalement concrétisées. En 1993, les marges de fluctuations des cours de change ont dû être fortement étendues. Cette évolution a entraîné une suppression de

fait du SME. Suite à l'effondrement du SME, l'UE a fini par décider d'introduire une monnaie unique.

▶ Pas d'appréciation extrême depuis l'introduction de l'euro

Le renouvellement de la stratégie de politique monétaire en Suisse s'est effectué dans la même période que l'introduction de l'euro. Par la suite, l'arsenal des instruments de politique monétaire de la BNS devait se concentrer sur le taux de refinancement des banques à court terme comme instrument de politique monétaire. On voulait par exemple renoncer aux swaps sur devises. L'introduction de l'euro allait de pair avec la création d'une Banque centrale européenne unique. La BNS ne peut se soustraire, du moins indirectement, à l'influence de ce nouvel institut. Les craintes formulées quant à une appréciation excessive du franc vis-à-vis de l'euro après son introduction se sont toutefois révélées infondées. Au contraire, la BNS a été confrontée pendant de longues périodes au phénomène d'une monnaie européenne qui s'appréciait par rapport au franc.

▶ Le problème de la limite de l'intérêt zéro

La crise financière et ses conséquences immédiates sur la politique monétaire

La récente crise financière et la récession qui s'en est suivie ont placé toutes les banques centrales du monde devant de grands défis. La politique monétaire classique est restreinte par la limite de l'intérêt zéro. En outre, la Suisse a été confrontée à l'appréciation du franc, typique des temps de crise au cours desquels notre monnaie devient une valeur refuge. D'une part, une forte revalorisation du franc aurait entravé nos exportations dans une période où les marchés mondiaux s'effondraient. D'autre part, elle aurait entraîné une baisse des prix des importations. Conjuguée avec une tendance générale à la baisse du niveau des prix, elle aurait pu déclencher une spirale déflationniste redoutée, avec tous les effets négatifs qu'un tel phénomène est susceptible d'engendrer (cf. Japon).

▶ Intervention sur le marché des devises pour écarter le risque de déflation

La BNS voulait absolument éviter ce scénario et a par conséquent décidé de recourir à des moyens non conventionnels. Ses interventions directes sur le marché des devises ont empêché la revalorisation de la monnaie indigène et ont écarté le risque direct de déflation. Mais la BNS a clairement fait savoir qu'il s'agissait là d'une mesure extraordinaire, rendue indispensable par le caractère inhabituel de la situation.

▶ Une appréciation excessive du franc est à éviter

Avec l'appréciation du franc suisse vis-à-vis de l'euro ces derniers mois, des voix de plus en plus nombreuses demandant un contrôle plus intense du cours de change de la part de la BNS se sont fait entendre. La Banque nationale souhaite aussi officiellement continuer à endiguer une appréciation excessive du franc, mais elle ne fournit pas d'autres indications à ce sujet. Il n'en reste pas moins qu'elle a procédé dans un passé récent à des interventions sur les marchés des devises. La question de la stratégie à long terme de la BNS en matière de cours de change demeure ouverte. Dans certains milieux, on met en doute la volonté de la Suisse de maintenir à tout prix un système de cours de change flottants.

Faits concernant l'évolution du cours de change

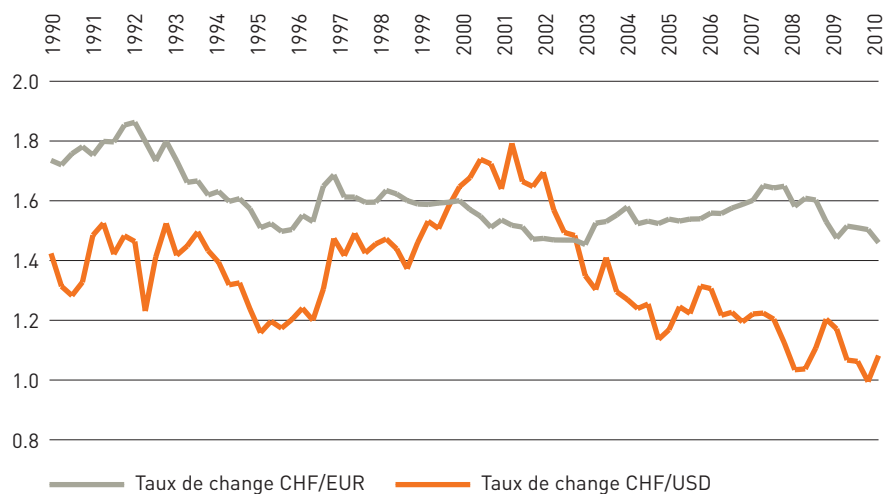
► Cours de change nominal, cours de change réel et parité de pouvoir d'achat

L'évolution du cours de change n'est pas aussi facile à cerner qu'il y paraît au premier abord. Dans une perspective économique, outre le cours de change nominal, le cours de change réel, corrigé du pouvoir d'achat, c'est-à-dire qui tient compte de la parité de pouvoir d'achat (« Purchasing Power Parity », en abrégé PPP) revêt une importance centrale. Le cours de change perçu par l'opinion publique et qui fait l'objet de débats politiques est le cours nominal fixé chaque jour sur les marchés financiers. Le graphique 2 montre l'évolution des cours de change du dollar et de l'euro depuis 1990.

Graphique 2

► Franc fort en termes nominaux

Taux de change CHF/EUR et CHF/USD nominaux



Source : Thomson Datastream

► Tendance à l'appréciation à long terme

Le rapport CHF/EUR se situe aujourd'hui à son niveau historiquement le plus bas. En plus de cela, le graphique 2 met en évidence deux faits importants. D'abord, il y a eu dans le passé des phases au cours desquelles le franc était fort. Ensuite, on observe une tendance à la baisse du cours de change, soit une appréciation à long terme. La situation est comparable avec le dollar américain. Dans ce cas, le rapport au franc est un peu plus volatile qu'avec l'euro, mais il n'est pas excessif de parler d'une tendance à l'appréciation à long terme.

► Le cours de change nominal n'a pas une signification économique suffisante

La tendance observée à l'appréciation du cours de change nominal amène à des conclusions erronées. Il convient de prendre en considération le fait que sur la durée, les taux d'inflation en Suisse ont été par le passé plus bas que ceux enregistrés à l'étranger. Si le niveau général des prix augmente à l'étranger, l'exportateur suisse peut en règle générale demander aussi des prix plus élevés pour ses produits. Dans cette hypothèse, malgré un cours de change nominal plus bas, le montant en francs suisses resterait le même. Ainsi, l'élément déterminant pour les rapports effectifs d'échanges n'est pas le cours de change nominal, mais le cours réel, c'est-à-dire corrigé de l'inflation.

► « Le seuil critique » aurait dû baisser

Il est apparemment dans la nature humaine de s'orienter en fonction des données nominales. Les économistes qualifient ce phénomène d'illusion monétaire. C'est ainsi que l'ATS a annoncé le 27 mars 2002 que le « seuil critique » du cours de change de l'euro se situait pour diverses branches de l'économie

d'exportation au niveau de 1,50 CHF. Depuis lors, il s'est écoulé huit ans au cours desquels les taux d'inflation de la zone euro ont pratiquement toujours été supérieurs à ceux de la Suisse. L'indice des prix à la consommation dans la zone euro a progressé au total pendant ces huit ans de presque 20 % de plus que l'indice national des prix à la consommation en Suisse. Malgré cela, on a pu lire dans la *Neue Zürcher Zeitung* du 13 février 2010 une phrase quasi identique à celle parue huit ans auparavant : « Si l'euro descend pendant plusieurs semaines au-dessous de la barre des 1,50 CHF, cela serait douloureux. » Compte tenu des différences de taux d'inflation, le « seuil critique » aurait dû nettement baisser.

► En valeur réelle, le franc n'est pas très élevé

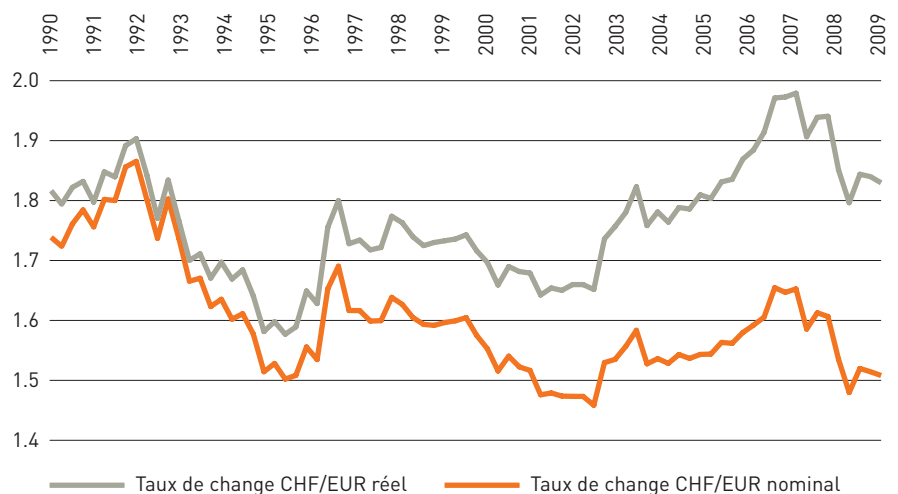
Le graphique 3 montre l'évolution du cours de change réel CHF/EUR, corrigé de l'inflation². Actuellement, le franc n'est pas spécialement surévalué. Au milieu des années nonante et dans les années qui ont précédé et suivi l'introduction de l'euro en 2002, le franc était nettement plus fort en valeur réelle par rapport à l'euro que ce fut le cas au cours de ces derniers mois. Il est intéressant de relever que la situation est un peu différente avec le dollar (cf. graphique 4). Celui-ci s'est certes fortement dévalorisé en valeur nominale par rapport au franc suisse au cours de ces dernières décennies, mais en valeur réelle, il est resté relativement stable.

Graphique 3

► Appréciation réelle modérée

Évolution des taux de change CHF/EUR réel et nominal

Base : indice des prix à la consommation de 1985



Source : Thomson Datastream

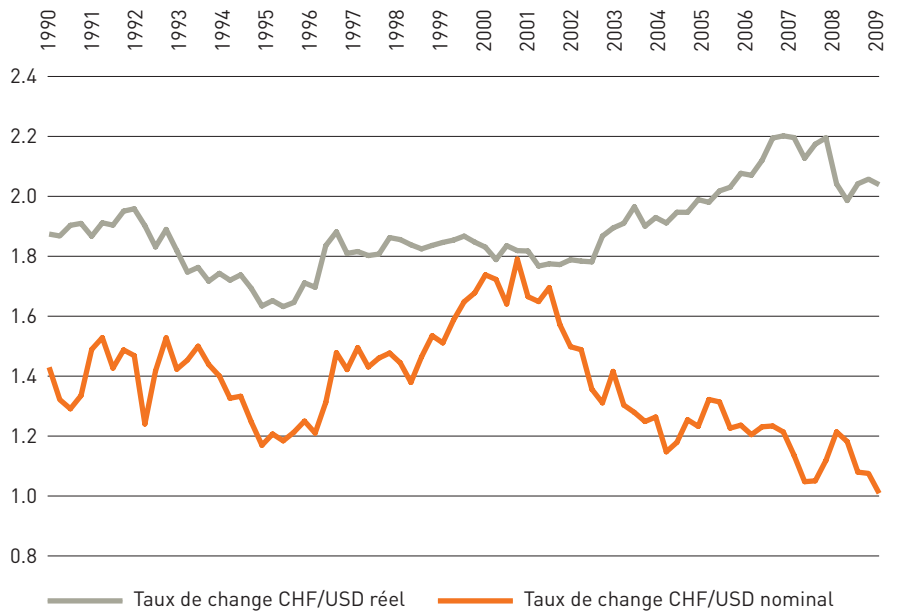
² Le cours de change réel se calcule comme suit : cours de change réel = cours de change nominal x niveau des prix à l'étranger / niveau des prix dans le pays

Graphique 4

► Pas d'appréciation réelle extraordinaire

Évolution des taux de change CHF/USD réel et nominal

Base : indice des prix à la consommation de 1985



Source : Thomson Datastream.

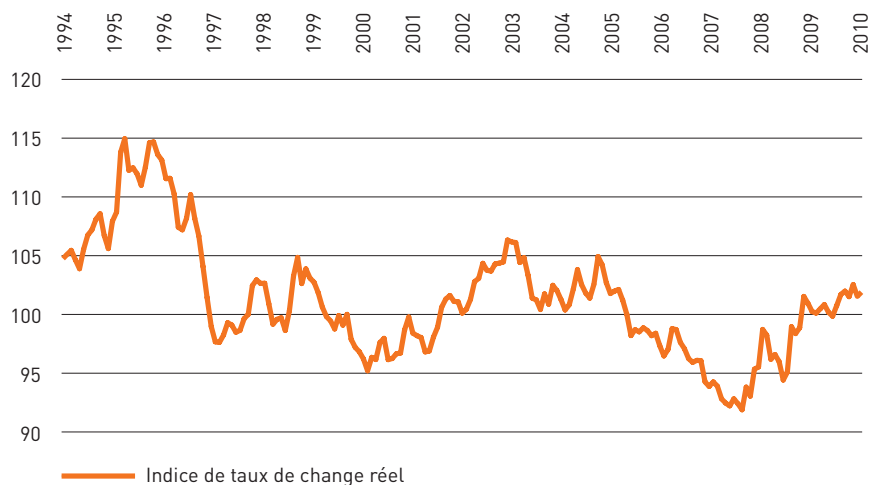
► Indice moyen du cours de change réel à long terme

L'examen de l'indice du cours de change réel de la Banque des règlements internationaux, pondéré en fonction des échanges commerciaux, est encore plus frappant. Il pondère les différents rapports monétaires réels à la part correspondante aux exportations ou aux importations totales. Il est ainsi possible d'obtenir une image assez exacte de la valeur du franc en comparaison internationale. Le graphique 5 confirme les constatations faites jusqu'ici : selon cette méthode de calcul également, le franc n'est pas particulièrement surévalué, il se situe dans sa moyenne de long terme.

Graphique 5

► Le franc n'est pas extraordinairement fort

Indice de taux de change pondéré par les exportations



Source : Banque des règlements internationaux (BRI)

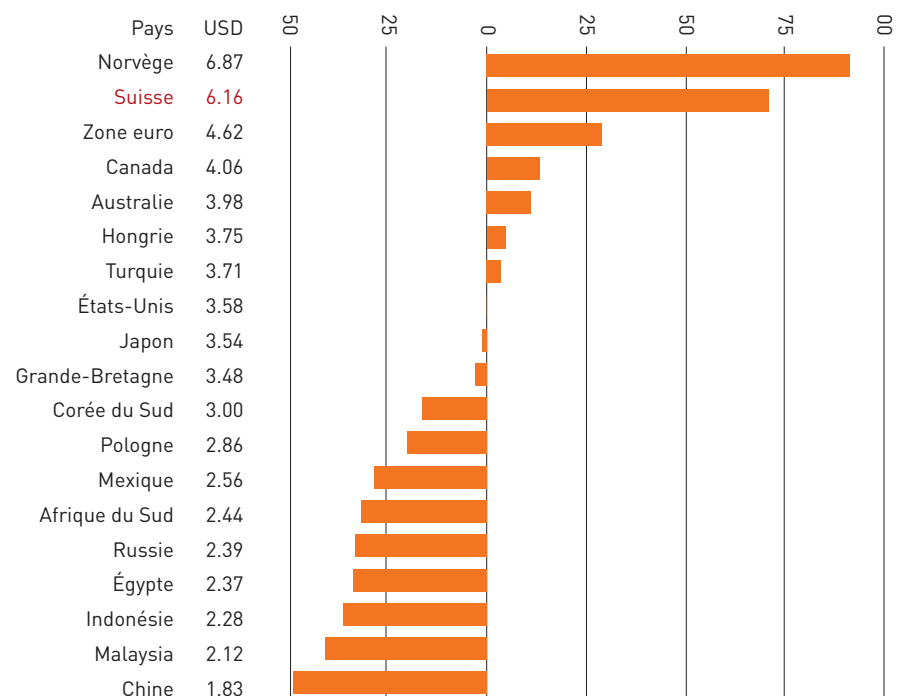
► A biens identiques, prix identiques

Enfin, il existe encore une troisième approche pour décrire les relations monétaires entre deux pays : la parité de pouvoir d'achat (« Purchasing Power Parity », PPP). Concrètement, ce système consiste à comparer entre eux les niveaux des prix d'un certain panier de marchandises représentatif dans différents pays. En l'absence d'obstacles réglementaires aux échanges et si tous les biens étaient négociables (gratuitement), la théorie voudrait que l'on paie le même prix (du marché) pour le même panier de marchandises après conversion dans la même monnaie. Mais cette loi dite du prix uniforme (« Law of one Price ») ne résiste souvent pas à l'épreuve de la réalité. L'indice « Big Mac » constitue une représentation populaire de ce fait. Il compare les prix, exprimés en dollars américains d'un Big Mac dans différents pays du monde. Le Big Mac se prête très bien à cet exercice, parce qu'il constitue un bien standardisé dans le monde et donc homogène.

Graphique 6

► En Suisse, le Big Mac est cher

L'indice Big Mac



Source : The Economist

► Les barrières commerciales font monter les prix

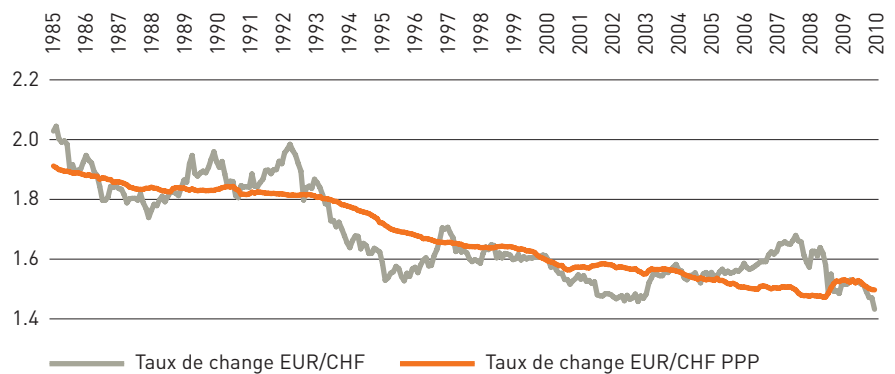
Le graphique 6 montre que le prix d'un Big Mac est relativement élevé en Suisse. L'indice Big Mac admet donc que le franc est surévalué par rapport au dollar. Toutefois, l'indice Big Mac présente une certaine distorsion dans le cas de la Suisse en raison de la protection du marché agricole qui renchérit le prix des denrées alimentaires et donc du Big Mac. En dépit de cette faiblesse, il illustre bien le principe de la parité de pouvoir d'achat. Il montre la valeur corrigée du pouvoir d'achat (et donc économiquement significative) de chaque euro ou dollar que gagne un exportateur à l'étranger.

► La parité de pouvoir d'achat ne fait pas apparaître de surévaluation exagérée

Il suffit de jeter un regard sur l'évolution de la parité de pouvoir d'achat pour s'apercevoir que la PPP par rapport à l'euro et au dollar est effectivement supérieure au cours de change (cf. graphique 7). Selon ces estimations, le franc est actuellement un peu surévalué. Mais cette surévaluation n'est pas extrêmement élevée. L'écart a été parfois beaucoup plus marqué dans les années 90.

Graphique 7

► Dans les années 1990, les différences étaient beaucoup plus marquées

Parité du pouvoir d'achat ou taux de change nominal

Source : UBS Wealth Management

Facteurs de fixation du taux de change

Dans le paragraphe précédent, nous avons souligné l'importance des différences de niveau des prix entre la Suisse et l'étranger pour analyser les taux de change. Quels sont les autres facteurs d'influence dans un système de taux de change flexibles ?

► Les taux d'intérêt jouent un rôle clé

Politique monétaire/différentiel d'intérêt

La politique monétaire de la Banque nationale suisse a une influence décisive sur l'évolution des taux de change. Le principe du mécanisme sous-jacent est simple : plus le niveau des taux d'intérêt est élevé en Suisse (en particulier par rapport à l'étranger), plus les placements en francs suisses sont intéressants. L'augmentation de la demande de placements en francs suisses qui en résulte se traduit par une appréciation de la monnaie nationale.

► Une explication valable pour de nombreuses fluctuations des taux de change

Les décisions de politique monétaire provoquent souvent des réactions immédiates, mais généralement limitées dans le temps sur les marchés des devises. En effet, d'autres facteurs ont davantage d'influence sur la fixation du taux de change. Des études empiriques révèlent néanmoins que la politique monétaire a été un facteur dominant durant certaines périodes. Lenz et Savioz (2009)³ ont montré dans leurs travaux que la dépréciation du franc suisse entre 2003 et 2005 était en partie imputable à la politique monétaire expansionniste de la BNS. Ils ont cependant aussi constaté que la « contribution » de la politique monétaire aux fluctuations des taux de change ne pouvait pas avoir dépassé 15 % en moyenne. À long terme, la politique monétaire classique par le biais des taux d'intérêt ne semble donc avoir qu'une influence limitée sur le taux de change. Les facteurs non monétaires jouent un rôle plus important.

³ Au sujet de l'influence de la politique monétaire suisse sur le taux de change, voir Lenz, C. et Savioz, M. (2009). Monetary determinants of the Swiss franc. Swiss National Bank Working paper No. 2009-16.

- ▶ Une progression de l'inflation affaiblit la monnaie

Les différences d'inflation

Lorsque les taux de change nominaux sont constants, les différences d'inflation entre deux pays entraînent une variation des taux de change réels. Cette relation est naturellement connue des investisseurs, qui ne manquent pas de réagir à une évolution différenciée des prix. La réaction des investisseurs influence pour sa part le taux de change nominal : les investisseurs ne s'intéressent dans tous les cas qu'au rendement réel. Une progression du renchérissement (voire l'attente d'une progression) est donc synonyme d'un potentiel de rendement inférieur. Si l'inflation est par exemple plus élevée dans la zone euro qu'en Suisse alors que les taux d'intérêt nominaux restent stables, les rendements réels diminuent dans la zone euro et les placements en Suisse deviennent plus intéressants en raison de leur meilleur rendement réel corrigé de l'inflation. L'augmentation de la demande de francs suisses qui en résulte se traduit par une appréciation de la monnaie helvétique.

- ▶ La Suisse exporte davantage qu'elle n'importe

Déséquilibre de la balance commerciale

Un coup d'œil à la statistique du commerce extérieur de la Suisse montre son étroite imbrication internationale. Globalement, nous exportons davantage de biens et de services que nous en importons, ce qui signifie que la balance des opérations courantes présente un solde excédentaire. Le tableau est radicalement différent chez notre principal partenaire commercial puisque la balance commerciale de l'Union européenne est déficitaire depuis plusieurs années.

- ▶ Un excédent de la balance commerciale n'est a priori ni bon, ni mauvais

A priori, un excédent ou un déficit de la balance commerciale n'est ni « bon » ni « mauvais » d'un point de vue économique. Sur le long terme, de tels déséquilibres reflètent en premier lieu les attentes ou les préférences des acteurs impliqués. La Suisse affiche par exemple un taux d'épargne relativement élevé, notamment en raison de l'évolution démographique. On peut imaginer que la consommation de biens importés augmentera au fur et à mesure de l'utilisation de cet „avoir de vieillesse” et qu'il en résultera une diminution de l'excédent de la balance commerciale.

- ▶ Le taux de change a une influence sur la balance commerciale et non l'inverse

Quelles en seront les conséquences pour le taux de change ? Un excédent conduit généralement à un raffermissement de la monnaie nationale (et donc à une diminution du prix des importations), alors qu'un déficit conduit à une dépréciation. Des études empiriques montrent cependant que ce mécanisme n'est guère observé⁴. À long terme, d'autres facteurs comme la croissance économique du partenaire commercial ont en effet davantage d'impact sur la structure de la balance commerciale. À court et à moyen termes, il semble que ce soit plutôt le taux de change qui ait une influence sur la balance commerciale et non l'inverse.

- ▶ Pourquoi la loi du prix unique ne tient pas ?

«L'effet Balassa-Samuelson»

Dès les années 1960, de nombreux économistes se sont demandés pourquoi la « loi du prix unique », c'est-à-dire la concordance du taux de change nominal et de la parité du pouvoir d'achat ne tenait pas. De toute évidence, le fait que les biens ne soient pas tous échangeables joue un rôle aussi important que d'autres facteurs comme les frais de transport, la réglementation, etc. La conséquence qui en découle pour les taux de change a été analysée par les économistes Béla Balassa et Paul Samuelson, qui l'ont appelée « effet Balassa-Samuelson ». Cette théorie avait initialement été développée dans le but d'expliquer l'évolution des taux de change dans les pays émergents par rapport à celle des nations

⁴ Vgl. Reynard, S. (2009). What drives the Swiss franc? *Aussenwirtschaft*, 64, 4. S. 335-363.

- industrialisées, mais l'histoire a montré que le principe s'appliquait à toutes les relations de change.
- Il est essentiel de faire la distinction entre les biens échangeables et les biens non échangeables
- Le point de départ de l'effet Balassa-Samuelson est la distinction faite entre deux types de biens et services, à savoir ceux qui peuvent s'échanger librement sur la scène mondiale, comme les montres, les voitures ou les machines, et les biens qui doivent être produits sur place et ne sont donc pas échangeables, par exemple une coupe de cheveux, les denrées périssables ainsi que la plupart des services. Un bien/service peut aussi être considéré comme non échangeable en raison de coûts de transaction trop élevés. Faire venir un menuisier de Chine n'aurait par exemple aucun sens, même s'il pouvait éventuellement réaliser le travail demandé à un prix plus avantageux.
- Une productivité élevée permet de réduire les prix
- Dans l'étape suivante, Balassa et Samuelson considèrent le rapport entre le niveau des prix dans le secteur des biens échangeables et dans celui des biens non échangeables. Ce rapport dépend directement de la productivité des deux secteurs. Voici un exemple simplifié : si la productivité augmente dans le secteur des biens échangeables ou, en d'autres termes, si les coûts de production diminuent, les producteurs sont en mesure de baisser leur prix. Comme le prix des biens échangeables a diminué par rapport au prix des biens non échangeables, le rapport entre les deux secteurs est lui aussi moins élevé. On peut donc en conclure que le rapport entre le niveau de prix de ces deux types de biens est d'autant plus faible que la productivité du secteur des biens échangeables est élevée, et vice versa.
- Les prix des biens négociables sont semblables dans le monde entier
- La dernière hypothèse de l'effet Balassa-Samuelson repose sur l'idée d'une convergence des prix mondiaux des biens échangeables. Si cette hypothèse se vérifie dans la réalité, les prix des biens échangeables ne s'adapteront pas, même en cas d'augmentation de la productivité. Si un gain de productivité entraîne normalement une baisse des prix dans un secteur donné, où vont donc les profits engendrés par les gains de productivité lorsque les prix restent stables ?
- Tout gain de productivité a un impact sur le secteur intérieur
- Premièrement, tout gain de productivité a un impact sur le secteur intérieur, où il entraîne une hausse des prix. Afin de rester compétitif par rapport au secteur des biens échangeables (qui a connu une hausse de la productivité), les salaires du marché intérieur – des services de coiffure à l'hôtellerie – doivent augmenter. Il en résulte en fin de compte une hausse des prix sur le marché intérieur.
- Un gain de productivité dans le secteur des exportations conduit à une réévaluation
- L'effet Balassa-Samuelson laisse par conséquent présager que les gains de productivité dans le secteur des exportations entraînent une hausse des prix sur le marché intérieur suisse. Cela signifie que les prix des biens échangeables redeviennent plus avantageux par rapport aux prix des biens non échangeables.
- Deuxièmement, tout gain de productivité se traduit ensuite par une appréciation de la monnaie nationale. En effet, les prix restent stables sur le marché international, grâce à l'appréciation de la monnaie domestique (souvenons-nous : plus le franc s'apprécie, plus les importations et donc les biens échangeables sont avantageux).
- Le secteur des exportations est victime de son succès
- En résumé, la monnaie domestique s'apprécie d'autant plus rapidement que les gains de productivité dans le secteur des biens échangeables sont élevés par

rapport à l'augmentation de la productivité sur le marché intérieur. Pour la Suisse, l'effet Balassa-Samuelson implique que le secteur des exportations restera toujours quelque peu victime de son succès. Plus il innovera, se développera et sera productif (par rapport au secteur intérieur), plus il contribuera au raffermissement du franc suisse. L'effet Balassa-Samuelson montre par conséquent que nos entreprises productives opérant au plan international contribuent aussi à la hausse du franc. Selon le même modèle d'argumentation, un gain de productivité sur le marché intérieur conduit à un affaiblissement du franc.

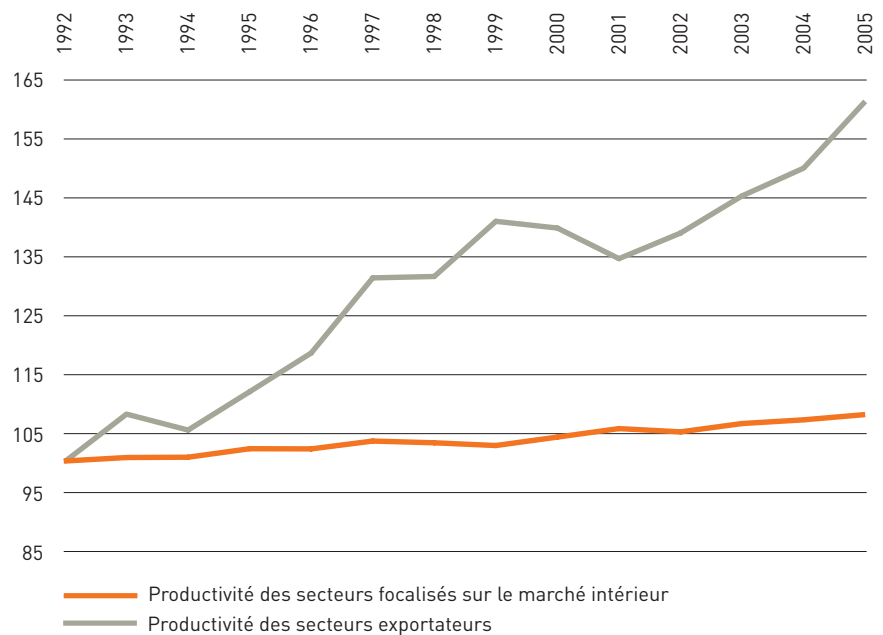
► La productivité augmente plus rapidement dans le secteur des exportations que sur le marché intérieur

Que signifie cette conclusion pour la Suisse d'un point de vue théorique ? Une analyse de l'évolution de la productivité du secteur des exportations et du secteur intérieur révèle une grande différence. Le graphique 8 montre que la productivité du secteur actif à l'international augmente nettement plus vite que celle du marché intérieur. L'effet Balassa-Samuelson explique donc en partie la tendance au raffermissement du franc suisse.

Graphique 8

► Les secteurs exportateurs affichent une bonne productivité

Productivité des secteurs exportateurs et de ceux qui sont focalisés sur le marché intérieur 1991–2005



Source : Reynard (2009).

► Des études empiriques montrent que l'effet Balassa-Samuelson joue un rôle clé

Des études empiriques montrent que l'effet Balassa-Samuelson n'est pas qu'une théorie, mais bien un facteur clé. Un exemple connu est l'appréciation du yen japonais par rapport au dollar américain entre la deuxième moitié des années 1970 et 1990. Des études économétriques pour la Suisse révèlent que l'appréciation à long terme du franc par rapport aux monnaies européennes est effectivement imputable au mécanisme expliqué ci-avant⁵. Les affaiblissements temporaires, comme ceux observés au milieu de la décennie précédente, s'expliquent du moins partiellement par les gains de productivité du secteur intérieur.

⁵ Cf. Reynard (2009).

► Réputation exceptionnelle du franc suisse

«Effet de valeur refuge»

Le franc suisse jouit d'une excellente réputation internationale et figure parmi les monnaies les plus négociées. La stabilité politique, la valeur élevée de la propriété privée (et celle du secret bancaire), un faible endettement de l'État et une banque centrale indépendante et conservatrice lui ont donné ce statut. De manière générale, on dit du franc dans ce contexte qu'il sert de valeur refuge. Ce mécanisme fait qu'en temps de crise (par exemple 11 septembre, crise grecque, volatilité accrue des marchés financiers, etc.), le franc a toujours tendance à s'apprécier fortement.

► «L'effet de valeur refuge» induit une appréciation en temps de crise

Par «effet de valeur refuge», on entend la tendance des investisseurs, en temps de crise, à se tourner vers des actifs libellés dans une monnaie spécifique. Ces mouvements de capitaux induisent une demande accrue de la monnaie concernée et, ainsi, son appréciation. Ce phénomène se produit avec une relative rapidité, raison pour laquelle il explique en partie des fluctuations de cours à court et à moyen termes. Le mécanisme fonctionne d'ailleurs aussi dans l'autre sens. En phase de haute conjoncture, les valeurs refuge ont tendance à se déprécier.

► L'euro a perdu son statut de valeur refuge

Le franc suisse n'a jamais été la seule valeur refuge. L'euro ou le yen japonais ont également joué ce rôle par le passé⁶. Mais parmi les principales monnaies dans ce cas, le franc a toujours présenté le plus nettement les caractéristiques requises. La crise grecque et le fort endettement de cet État ont probablement contribué récemment à ce que le franc suisse voie son statut de valeur refuge encore renforcé, en particulier vis-à-vis de l'euro.

► La force du franc et la faiblesse de l'euro

L'actuelle force du franc par rapport à l'euro est essentiellement l'expression de la faiblesse de ce dernier. Le fort endettement de nombreux États de la zone euro (Grèce, Portugal, Espagne, etc.) conduit pratiquement à un «effet de valeur refuge» inversé, autrement dit à une nette dégradation des attentes des investisseurs. D'un côté, les problèmes financiers des États concernés induisent une évaluation plus élevée du risque d'insolvabilité. La prime de risque exigée dans ce cas rend les placements considérés moins attrayants. D'autre part, la banque centrale concernée peut être tentée de permettre des taux d'inflation accrus, ce qui renforce les craintes d'inflation. Ces deux effets ont pour conséquence une pression à la baisse renforcée sur l'euro.

► La Suisse à nouveau victime de son succès

Dans une certaine mesure, la Suisse est un peu victime de son succès, comme de la productivité élevée de son secteur d'exportation. «L'effet de valeur refuge» peut être relativement désagréable à court terme pour l'industrie d'exportation, en particulier lorsqu'il contribue à la récession. Mais la place financière suisse profite clairement de la bonne réputation du franc, et le bas niveau des taux d'intérêts réels en comparaison européenne est lui aussi en partie imputable à ce statut. «L'effet de valeur refuge» n'a donc pas que des inconvénients.

⁶ Cf. Ranaldo, A. et Söderlind, P. (2007). Safe haven currencies. Swiss National Bank Working Papers N° 2007-17

«Carry trades»

► Les « carry traders » s’endettent dans une monnaie à bas taux d’intérêt

Les « carry trades », comme on les appelle, sont un phénomène que l’on a particulièrement pu observer entre 2005 et 2008. Il s’agit d’investisseurs qui s’endettent dans une monnaie à bas taux d’intérêt pour placer ensuite les fonds obtenus ainsi dans une monnaie à taux d’intérêt plus élevé. Si la première ne s’apprécie pas, l’investisseur réalise un bénéfice.

► Bon début d’explication pour la faiblesse du franc de 2005 à 2008

Entre 2005 et 2008, les investissements dans l’immobilier en Europe de l’Est ont été particulièrement importants. L’endettement en francs suisses et l’échange en une monnaie cible, souvent l’euro, a eu pour conséquence une hausse de l’offre de francs suisses sur le marché des devises et donc une dépréciation de cette monnaie. On considère aujourd’hui qu’une grande part de la faiblesse du franc observée entre 2005 et 2008 est imputable à ce phénomène. Avec l’éclatement de la crise financière, les « carry trades » se sont arrêtés et le franc a commencé à se réévaluer.

► Difficile prévision à court terme

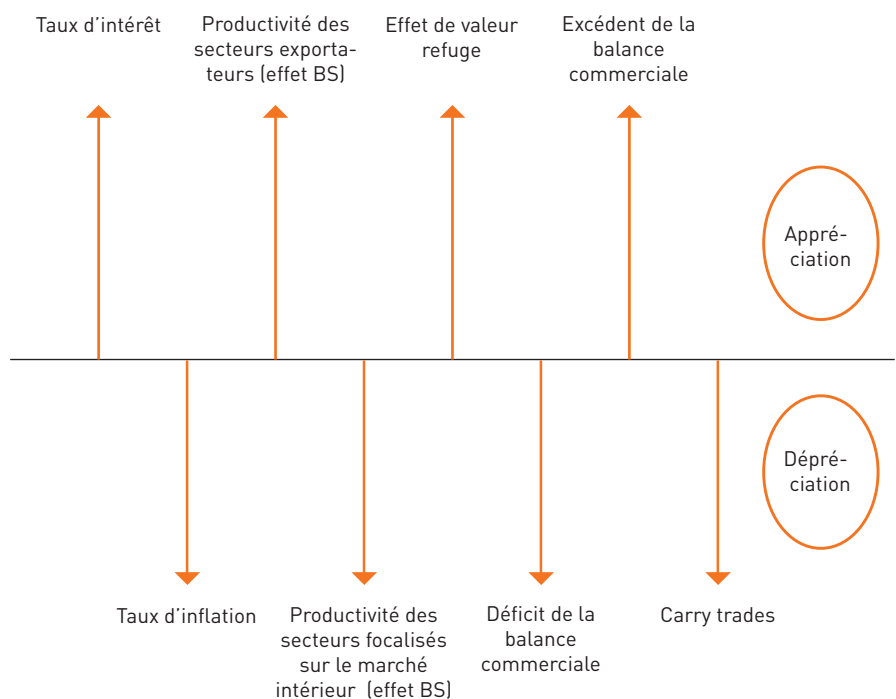
Résumé

Les facteurs théoriques et empiriques évoqués figurent parmi les principales forces agissant sur le taux de change. Le graphique 9 donne un aperçu des différents facteurs d’influence des taux de change nominaux et de leur mode d’action. Cette liste n’est toutefois pas exhaustive, les fluctuations des taux de change continuent de faire l’objet de recherches économiques. Les attentes et les spéculations sur le marché des devises peuvent influencer les taux de change à très court terme. Il est particulièrement difficile d’établir des prévisions exactes. Elles doivent donc être appréhendées avec circonspection.

Graphique 9

► Divers facteurs influencent les taux de change

Vue d’ensemble des facteurs influençant les taux de change du franc suisse



Source : economiesuisse

Perspectives d'évolution à moyen et long terme

► Nouvelles appréciations attendues

Bien que les prévisions soient toujours difficiles et butent souvent sur des événements imprévus, les chiffres du passé et les circonstances du moment permettent de tracer une tendance de l'évolution du taux de change. Les facteurs fondamentaux indiquent clairement que le franc suisse va continuer à s'apprécier. Cela tient aussi bien à la réussite de la Suisse elle-même qu'aux difficultés de nos partenaires commerciaux. Aucun autre pays européen ou presque n'affiche une aussi bonne situation en matière de politique financière (voir graphique 10). Cette situation accroît la confiance des investisseurs, ce qui est bon pour la place financière suisse, mais renforce encore le franc suisse. Les prévisions à long terme jusqu'en 2014 n'indiquent pas non plus d'inversion de cette tendance. «L'effet de valeur refuge» continue de jouer un rôle central.

► Le plan de soutien en faveur de certains pays de la zone euro n'offre qu'un gain de temps

Le niveau d'endettement élevé de nombreux États de la zone euro représente une charge importante pour la monnaie européenne. Les investisseurs doutent en particulier que les PIGS (Portugal, Italie, Grèce et Espagne), comme on les appelle, soient en mesure d'honorer leurs dettes. Les membres de la zone euro semblent maintenant vouloir à tout prix éviter la faillite de cette dernière. Les pays européens fortement endettés bénéficient de crédits issus d'un gigantesque plan de soutien de 750 milliards d'euros financé par les États de la zone euro et par le Fonds monétaire international, une intervention particulièrement contestée. Le traité de Maastricht exclut en effet par principe l'aide aux États membres qui rencontrent des problèmes d'endettement (clause de non-sauvetage), et la tâche du FMI consiste à aider les pays qui ont provisoirement besoin de devises étrangères en raison de problèmes liés à leur balance des paiements, non à financer les déficits des États. Ce plan de soutien est donc pour le moins contraire à l'intention initiale, voire au contenu du traité de Maastricht comme aux statuts du FMI.

► Il faut s'attendre à d'autres turbulences monétaires

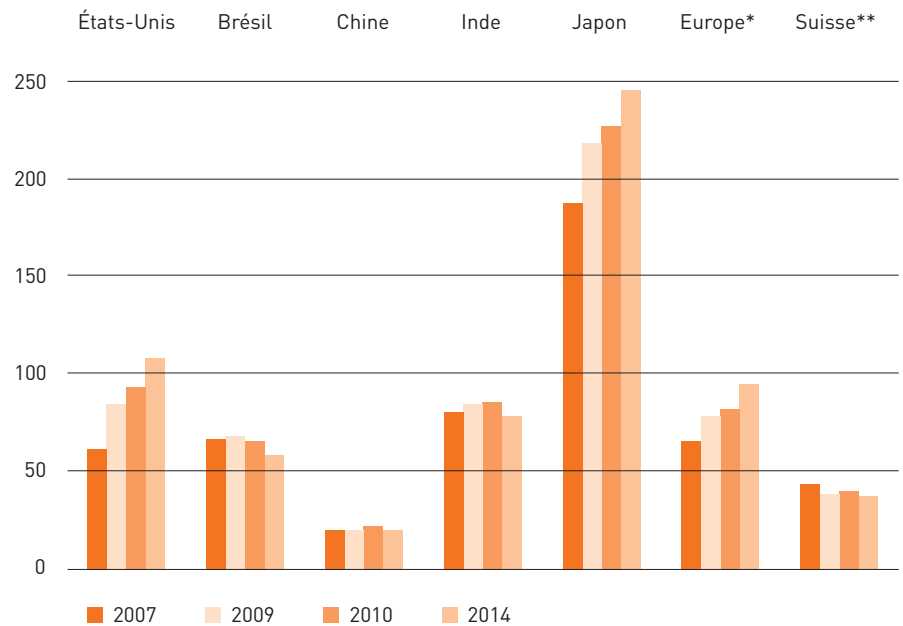
Ce plan de sauvetage des États européens, aussi massif soit-il, ne règle pas le problème de l'endettement, mais se limite à le repousser un peu dans le temps. Étant donné qu'il n'est absolument pas certain que les PIGS pourront rembourser leurs dettes, les marchés resteront nerveux encore longtemps. Compte tenu de cette inquiétude persistante, il faut s'attendre à de nouvelles turbulences monétaires. Le flux mondial de liquidités constitue un autre motif de fluctuations durables des taux de change. La politique monétaire historiquement expansive de la Fed, de la BNS, de la Banque d'Angleterre et de la BCE a induit des taux extrêmement bas et un niveau de liquidités record sur le marché. Compte tenu du niveau des rendements générés par les placements à faible risque, les investisseurs recherchent d'autres possibilités de placements, lesquelles influencent directement ou indirectement sur les taux de change à court terme.

Graphique 10

► La Suisse se trouve dans une position avantageuse

Évolution des dettes de l'État en comparaison internationale

En pourcentage du produit intérieur brut



Source : FMI (2009) : The State of Public Finances Cross Country Fiscal Monitor, Administration fédérale des finances (2010), Commission européenne (2010), BusinessEurope. * UE-27 ; ** Estimation pour 2013 au lieu de 2014

► Mieux vaut une politique monétaire indépendante qu'un taux de change fixe

La Banque nationale suisse intervient sur le marché des devises lorsqu'elle s'attend, dans une situation de marché tendue, à une hausse excessive du franc. Mais sa marge de manœuvre est limitée. S'il peut être judicieux de chercher à éviter une variation excessive du taux de change, intervenir sans cesse sur le marché des devises ne constitue toutefois pas une stratégie praticable à long terme. Il est tout aussi déplacé de vouloir se référer à un quelconque « seuil critique ». Cela reviendrait de fait à rattacher le franc suisse à l'euro, ce à quoi l'économie suisse s'oppose clairement. La politique monétaire indépendante et axée sur la stabilité des prix poursuivie par la Banque nationale suisse est un facteur de succès déterminant pour la Suisse. Il serait tout à fait insensé de la mettre en jeu. Un taux de change fixe entre le franc et l'euro signifierait la fin de l'avantage suisse en termes de taux d'intérêt réel. Cela entraînerait, non seulement pour l'industrie d'exportation mais aussi pour l'économie dans son ensemble, des coûts nettement plus lourds que l'appréciation momentanée du franc.

► La crédibilité de la BCE a souffert ces derniers temps

Rattacher le franc à l'euro serait également problématique du fait que la BCE a perdu une partie de la réputation qu'elle s'est bâtie ces dernières années. Avec le plan de soutien destiné aux États fortement endettés de la zone euro et après quelques réticences initiales, elle s'est finalement déclarée prête à accepter en garantie des emprunts d'État à faible solvabilité. Pire encore, elle achète des emprunts d'États européens sur le marché secondaire et octroie ainsi indirectement un crédit à des pays fortement endettés. L'érosion de la politique de contrôle des dépenses dans la zone euro peut donc se poursuivre. Le procédé est d'autant plus problématique qu'il remet en question l'indépendance de la BCE vis-à-vis de la politique et fait naître un doute quant à son aptitude à défendre à l'avenir la stabilité des prix dans la zone euro de manière conséquente, voire contre la résistance de certains gouvernements si la situation l'exige. Les doutes relatifs à l'indépendance de la BCE et la problématique de

l'endettement ont mis l'euro hors jeu pour longtemps en tant que possible alternative au dollar comme monnaie mondiale de référence, ce qui affaiblit à long terme l'euro face au franc suisse.

► Une productivité accrue sur le marché intérieur en guise de contre-mesure

L'évolution de la productivité indique elle aussi une poursuite de l'appréciation du franc. Notre industrie d'exportation est très dynamique et extrêmement efficace sur les marchés mondiaux. Cette situation est réjouissante et souligne également l'importance des branches exportatrices pour la place économique suisse, mais elle contribue à soutenir le franc. Pour y remédier, une possibilité serait de renforcer la concurrence intérieure et donc d'accroître la productivité sur le marché intérieur. Des mesures correspondantes renforceraient la capacité concurrentielle de la Suisse dans son ensemble, tout en soutenant indirectement le secteur des exportations.

► Des facteurs plus importants que le taux de change

L'économie suisse a donc tout intérêt, compte tenu de ce qui précède, à se préparer à un franc suisse fort à long terme. Elle a déjà montré par le passé qu'elle était capable de s'en accommoder, notamment lors des dramatiques fluctuations de cours suivant l'abolition du système de Bretton Woods. Le secteur des exportations n'a cessé de faire la preuve de sa capacité d'adaptation en diverses circonstances. Il est donc permis de considérer la faiblesse de l'euro comme une chance pour les entreprises suisses de se tourner davantage vers les marchés émergents asiatiques. Mais les États-Unis constituent également un marché attrayant. La crise de l'euro a conduit le dollar à retrouver de manière plus ou moins incontestée sa place exclusive de monnaie mondiale de référence et de réserve, un affaiblissement à moyen terme étant donc plutôt improbable. En fin de compte, la situation conjoncturelle à l'étranger et la demande générale en produits suisses exercent une influence nettement plus importante sur le succès de l'industrie d'exportation que le taux de change.

Pour toutes questions :

fabian.schnell@economiesuisse.ch
rudolf.minsch@economiesuisse.ch