

MofiiDev

Séminaire Mofiidev "Le système monétaire international après la crise", MSH Alpes, Grenoble, 8 avril 1011

La Suisse et la zone euro : votre monnaie, notre problème ?

Cyriac Guillaumin, Guillaume Vallet

Cahiers de recherche Creg. Série Mofiidev 2011.05



La Suisse et la zone euro : votre monnaie, notre problème ?

Cyriac Guillaumin*

Guillaume Vallet**

Résumé : Avec les tensions récentes au sein de la zone euro, le franc suisse s'est fortement apprécié face à l'euro, jouant un rôle de monnaie refuge internationale. Même si la Suisse n'est pas membre de l'Union Européenne (UE), son degré élevé d'intégration *de facto* à celle-ci fait qu'une telle appréciation se transmet à l'économie, d'où des pressions négatives sur certains agents. Ainsi, si l'indépendance et l'autonomie monétaires officielles de la Suisse en Europe ont des avantages, elles induisent aussi des coûts non négligeables, notamment liés au statut particulier du franc suisse. Nous étudions donc dans cet article l'opportunité et la viabilité pour la Suisse d'une intégration monétaire « médiane » à l'UE qui permettrait de desserrer cette contrainte extérieure du taux de change, à savoir un ancrage *de jure* du franc suisse à l'euro. En nous intéressant plus précisément aux origines des fluctuations du taux de change du franc suisse à l'aide d'un modèle VAR structurel, nous mettons en évidence que l'ancrage serait viable pour la Suisse mais au prix d'une perte d'autonomie monétaire significative.

Mots-clefs : Suisse, Zone euro, régime de change, ancrage officiel, modèle VAR structurel.

Classification *JEL* : E42, E58, F15, F31.

* CREG, université de Grenoble. Courriel : cyriac.guillaumin@upmf-grenoble.fr.

** Université de Grenoble. Courriel : guillaume.vallet@upmf-grenoble.fr.

Correspondance : Guillaume Vallet, Université de Grenoble, 1241 rue des Résidences, Domaine universitaire, BP 47, 38040 Grenoble cedex 9, France. Courriel : guillaume.vallet@upmf-grenoble.fr. Tel : +33 (0)4 76 82 57 65.

1. Introduction

La crise financière, débutée en 2007, puis économique, à partir de 2008-2009, s'est accompagnée de nombreuses « turbulences » sur les marchés des changes internationaux, se traduisant notamment par l'appréciation soudaine et dans une grande ampleur de certaines monnaies. Si l'évolution des parités nominales de l'euro et du yen vis-à-vis du dollar est illustrative d'un tel phénomène, le cas du cours du franc suisse est moins souvent évoqué alors qu'il est particulièrement représentatif. En effet, jouant historiquement une fonction de valeur refuge internationale en cas de crises internationales de diverses natures, le franc suisse tend à s'apprécier fortement et rapidement vis-à-vis des principales devises internationales. Ce facteur est renforcé par le degré élevé d'ouverture économique et financière du pays. Ainsi, dans son Bulletin trimestriel de décembre 2010, la Banque Nationale Suisse (BNS) précise que par rapport au cours moyen de l'année 2009, le franc suisse s'est apprécié de 12% face au dollar, et de près de 16% vis-à-vis de l'euro.

Mais plus que l'appréciation de la monnaie, c'est son rythme et surtout les paliers franchis qui interpellent, surtout vis-à-vis de l'euro, devise des principaux partenaires helvétiques. Or cette tendance pose, à nouveau, en Suisse, la question de la pertinence de la position politique, économique et monétaire du pays en Europe. En effet, pourtant située au cœur de la « dorsale européenne », et entourée par les pays membres de l'Union économique et monétaire (UEM), la Suisse ne fait pas partie de l'Union européenne (UE) et de la zone euro. Il s'agit d'une volonté politique ancienne qui se retrouve dès les débuts de la construction européenne, celle-ci étant présentée comme conduisant à une remise en cause de spécificités nationales politiques (fédéralisme, démocratie directe, neutralité) comme économiques (secret bancaire, faible niveau historique des taux d'intérêt, fiscalité attractive,...).

Le problème pour la Suisse est qu'étant fortement intégrée de fait à l'UE et à la zone euro, le pays subit dans une grande ampleur les fluctuations de la parité franc suisse/euro, ce qui pénalise les secteurs industriels exportateurs et accentue les pressions déflationnistes qui affectent actuellement les économies de l'UEM. Ce facteur est aggravé lorsque le franc suisse exerce sa fonction de valeur refuge puisque, dans ce cas, l'appréciation ne correspond pas aux fondamentaux de l'économie. D'où de fréquentes et massives interventions de la BNS sur le marché des changes pour tenter de contrecarrer cette tendance, mais qui sont critiquées et même inefficaces, en particulier parce qu'elles sont non coordonnées avec la Banque centrale européenne (BCE).

De ce fait, une telle position n'est-elle pas fragile et vouée à terme à l'échec ? Si la Suisse maintient son refus politique d'adhérer à l'UE à court terme, un « arrangement monétaire médian » ne pourrait-il pas être envisagé unilatéralement ou mieux, avec les autorités monétaires et politiques de l'UE ? Plus précisément, compte tenu de la particularité de la position suisse « d'intégration non adhésive », la mise en place d'un ancrage officiel de la monnaie nationale à l'euro ne pourrait-elle pas constituer une « dépendance monétaire libératrice » pour la Suisse ? Nous tentons de répondre à la dernière question au cours de cet article, qui est organisé de la façon suivante : la première partie précise la position particulière de la Suisse à l'égard de l'UE, à la fois fortement intégrée à cette zone sans en être membre. Nous expliquons alors pourquoi cette « intégration non adhésive » expose potentiellement le pays aux variations de la parité franc suisse/euro (section 2). Etant donné cette contrainte extérieure qui pèse sur le pays et compte tenu de la volonté politique helvétique de ne pas adhérer à l'UE, la troisième détaille les avantages et les inconvénients d'un ancrage fixe du franc suisse à l'euro comme « dépendance monétaire libératrice » (section 3). La section 4 s'intéresse aux origines des fluctuations du taux de change du franc suisse à l'aide d'un modèle VAR structurel. Enfin, la section 5 conclut.

2. La Suisse dans le « maelström » européen

Dans cette partie, nous montrons que même si la Suisse noue des relations particulières avec l'UE depuis plus de 50 ans dans le sens où elle est « intégrée mais non membre », le pays est malgré tout fortement dépendant de la dynamique économique et financière de l'UE. Or ce degré élevé d'intégration et cette dépendance à l'égard de l'UE pose à son tour la question du degré d'exposition aux variations de la parité franc suisse/euro.

2.1. La Suisse, passager toléré de l'Union européenne

Si la Suisse est au « cœur » de l'Europe sur le plan géographique, elle ne fait pas partie de l'UE et de la zone euro. Dès la signature du Traité de Paris en 1951¹ et du Traité de Rome en 1957, la Suisse a tenu à prendre ses distances vis-à-vis de l'intégration économique et monétaire européenne. Depuis plus de cinquante ans, la constante suisse a en effet été de privilégier l'intégration politique la plus minimale possible tout en tenant compte de ses intérêts économiques, dépendants en partie de l'extérieur et de ses voisins européens

¹ Il institue la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (CECA) entre l'Allemagne, la France, l'Italie, la Belgique, le Luxembourg et les Pays-Bas.

notamment. Cette posture se justifie en premier lieu pour des raisons politiques : pour la Suisse, une adhésion à l'UE conduirait à une remise en cause du « triangle identitaire national » (neutralité, fédéralisme, démocratie directe) liée aux délégations de souveraineté aux organes supranationaux de l'UE. Or ce « triangle » est historiquement une « utopie fondatrice » de la cohésion et de l'identité nationales d'après les dirigeants helvétiques.

Des éléments d'ordres économique et financier sont aussi mis en avant. En effet, si la Suisse dépend de longue date des marchés européens², elle est ouverte aux échanges extérieurs extra-européens. Son taux d'ouverture³, évalué à 45% du PIB, inclut non seulement les pays de l'UE, mais aussi les pays asiatiques et surtout les Etats-Unis. Cela signifie que d'un point de vue économique, le pays est « entre deux mondes ». Ces derniers sont certes d'une importance respective inégale, mais ils montrent en tout cas que la situation économique suisse ne peut pas être pensée dans le cadre d'une dépendance unique à l'égard des marchés européens. De même, la Suisse est une place financière européenne importante en dehors de la zone euro, dont les opérations avec des non résidents sont massives. En lien également avec une monnaie internationalement reconnue, le pays est parvenu à construire un avantage comparatif prépondérant dans les domaines bancaire et financier. Le secteur financier suisse constitue par exemple à lui seul l'équivalent de 10% du PIB. Plus particulièrement, la Suisse met en avant l'abondance des capitaux circulant sur son territoire qui induit un coût du capital très faible en comparaison internationale. Le pays bénéficie d'un « bonus » de taux d'intérêt, qui pourrait disparaître en cas d'une adhésion à l'UE, et surtout à l'UEM : puisque adhérer à l'UE signifie devoir intégrer à terme la zone euro par reprise de l'acquis communautaire, cela induirait une mise à niveau des taux courts suisses sur ceux de la zone euro. De même, les milieux bancaires helvétiques redoutent que l'adhésion ne conduise à la remise en cause du secret bancaire en vigueur au sein du pays, donc à une fuite des capitaux fortement préjudiciable et à des effets d'engrenage fortement négatifs.

La posture suisse historique et actuelle en matière d'intégration européenne dénote non seulement une différence de degré, mais aussi une différence de nature par rapport à celle suivie par les pays aujourd'hui membres. Cela signifie que la question centrale en matière de politique économique extérieure pour le pays est d'établir des liens commerciaux et financiers suffisamment forts avec l'UE, tout en maintenant des particularités économiques et politiques jugées essentielles. Les différentes relations nouées entre la Suisse et l'UE au cours de ces

² Au moment de la signature du Traité de Paris par exemple, 75% des importations suisses de charbon, d'acier et de fer avaient pour origine les six pays de la CECA.

³ Soit la moyenne du total des exportations et des importations en pourcentage du PIB.

cinquante dernières années doivent donc être perçues dans ce cadre comme permettant non pas de se rapprocher de l'adhésion, mais au contraire de s'en éloigner. Ainsi, la Suisse se retrouve entre une situation « d'adhésion improbable » et de « marginalisation impossible » (Schwok, 2006).

Dès lors, pour ne pas se retrouver isolée, la Suisse a effectué un certain nombre d'adhésions comme, par exemple, celle du 4 janvier 1960 à la Convention de Stockholm instituant l'Association Européenne de Libre Echange (AELE), dont le but est, à l'époque, de concurrencer la dynamique de l'UE, tout en privilégiant une approche minimale de l'intégration. Par la suite, malgré le fait que l'UE s'élargisse et devienne un marché incontournable en Europe, la Suisse est parvenue à négocier avec l'UE des accords de rapprochement, mais dont la nature et la finalité divergent de ceux noués par l'UE avec d'autres pays tiers, considérés au contraire souvent comme une étape intermédiaire avant l'adhésion. C'est tout d'abord le cas des accords de libre-échange pour les biens industriels et certains produits agricoles non transformés signés entre les deux entités en 1972. Leur entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1973 a permis à la Suisse de se rapprocher économiquement de l'UE sans être dans l'obligation d'y adhérer, dans la mesure où l'accord a satisfait les autorités helvétiques quant à ses modalités, ses implications réelles et ses objectifs. C'est pourquoi la Suisse continue à privilégier au cours des années 1980 ce genre de modalités d'intégration « médianes » sur le plan institutionnel lors des discussions entre les pays de l'AELE et de l'UE pour la mise en place de l'Espace Economique Européen (EEE), dont l'accord a été signé par les dirigeants politiques helvétiques en 1991. Par contre, en lien avec une obligation constitutionnelle de ratification des traités internationaux, les citoyens helvétiques ont rejeté en 1992⁴ un tel accord, par crainte notamment de trop fortes délégations de souveraineté et d'une confusion relative aux finalités de l'EEE. En effet, les dirigeants helvétiques, voyant dans les sondages la crainte des Suisses que le pays n'ait pas suffisamment de marges de manœuvre décisionnelles au sein de l'EEE, en ont déduit qu'une demande d'adhésion intégrale à l'UE serait peut-être finalement plus appropriée. D'où au cours de l'année 1992 (le 18 mai) une requête inattendue et précipitée, formulée auprès des autorités de l'UE pour adhérer le plus tôt possible à celle-ci. Les citoyens helvétiques ont donc perçu l'EEE comme un « sas » en direction de l'adhésion à l'UE, qu'ils ont rejeté par voie référendaire. Ainsi, plus qu'illustrant un véritable revirement stratégique et rationnel des autorités helvétiques, cet

⁴ Les électeurs suisses ont rejeté à une faible majorité (50,3% des votants) le 6 décembre 1992 par voie référendaire la participation de leur pays à l'EEE, alors que le Conseil fédéral avait signé ce projet le 2 mai 1992 à Porto.

exemple « malheureux » renforce au contraire l'idée d'une volonté suisse de ne pas adhérer intégralement à l'UE pour préserver certaines spécificités.

De ce fait, après d'âpres – puisque le pays est alors loin d'être en position de force – négociations à partir de 1994 entre la Suisse et l'UE, les deux parties sont parvenues à un arrangement et ont signé depuis 1999 deux « paquets » d'accords bilatéraux portant sur un certain nombre de domaines⁵, et aux implications économiques diverses, qui régissent toujours aujourd'hui les relations entre les deux espaces sur le plan institutionnel. Certes, les accords bilatéraux constituent une modalité d'intégration qui comporte des désavantages pour la Suisse, du moins des contraintes. Ainsi, l'UE a posé la condition politique d'un lien indissoluble entre les sept accords des « Bilatérales I ». Cela signifie concrètement que soit les sept accords sont conclus et approuvés, et ils doivent entrer alors en vigueur simultanément ; soit le refus d'un seul accord fait obstacle à l'entrée en vigueur des six autres. Un autre principe important imposé par l'UE est qu'en cas d'abrogation d'un des sept accords, les six autres cessent aussi d'être applicables : il s'agit de la fameuse « clause guillotine ». En outre, la Suisse a dû accepter de négocier sur des sujets politiques « sensibles » comme la fiscalité de l'épargne.

De ce fait, certains sont sceptiques quant à la portée économique effective de ces accords. Selon Ganser, Rentch et Wagschal (2003), l'ampleur des réformes concrètes demeure limitée et finalement, « *les négociations bilatérales ont amené la Suisse avec environ dix ans de retard là où elle aurait pu déjà se trouver en 1992 : au seuil du marché européen* », avec un accès limité au marché intérieur européen (à hauteur d'une fourchette comprise entre 60% et 80 % de l'intégralité de celui-ci). Outre ce point important, les accords bilatéraux ne lui accordent qu'une place consultative et non décisionnelle sur le plan juridique, alors qu'ils obligent également la Suisse à rapprocher son droit interne du droit européen de façon unilatérale, ce qui correspond à une « adaptation passive ». A l'avenir, il est même fort probable que les dirigeants européens imposent à la Suisse de tenir compte non seulement du droit européen existant, mais aussi des évolutions juridiques futures liées à ces accords bilatéraux, ce qui risque de limiter encore plus les marges de manœuvre helvétiques.

⁵ Les « bilatérales I » signées le 21 juin 1999 concernent le transport aérien, l'ouverture des marchés publics, la participation suisse aux programmes de recherche communautaire, l'agriculture, l'abolition des obstacles techniques au commerce, le transport terrestre et le libre établissement des personnes. Les « bilatérales II », signées le 26 octobre 2004, traitent de la fiscalité de l'épargne, la lutte contre la fraude, les accords Schengen/Dublin, les produits agricoles transformés, la statistique, les pensions des fonctionnaires retraités de l'UE résidants en Suisse, l'environnement, la participation suisse au programme MEDIA et enfin l'éducation, la formation professionnelle et la jeunesse.

Toutefois, cette modalité d'intégration présente aussi de nombreux avantages pour le pays. En premier lieu, par rapport à la crainte helvétique de l'isolement suite au rejet de l'EEE, les accords bilatéraux permettent de renforcer et d'institutionnaliser la participation de la Suisse au marché intérieur européen. D'un point de vue économique, des études mandatées par le Conseil fédéral en 1999 sur les conséquences économiques des accords bilatéraux I concluent que ceux-ci, et notamment avec l'élargissement à l'est ouvrant aux entreprises suisses un marché potentiel de 75 millions de consommateurs, permettent une augmentation annuelle du PIB suisse de l'ordre de 0,2% à 0,5%, ce qui correspond de 1 à 2 milliards de francs suisses annuellement. Chaque pourcentage supplémentaire de croissance rapporte à la Confédération un surplus de recettes fiscales de 400 à 500 millions de francs suisses, et ce montant est encore plus élevé pour les cantons, car leur part de recettes fiscales est plus importante. Ces effets positifs résulteraient principalement de la libre circulation des personnes, ainsi que de l'ouverture réciproque des marchés des biens et des services.

De même, d'après le Conseil Fédéral (2006), les coûts liés paraissent limités et plus étalés dans le temps que ceux relatifs à l'adhésion à l'UE, voire à la participation à l'EEE⁶ : les transferts financiers en direction de l'UE sont limités à 1 milliard de francs suisses étalés sur 10 ans, alors que la participation à l'EEE impliquerait de verser au Fonds de cohésion européen 195 millions de dollars par an. De même, la contribution nette de la Suisse au budget de l'UE équivaudrait à 0,66 % du Revenu National Brut helvétique : en termes relatifs, ce serait une des plus importantes (0,64% pour les Pays-Bas, 0,44% pour la Suède, 0,38% pour l'Allemagne et 0,18% pour l'Autriche à titre de comparaison). En résumé, les coûts d'ajustement importants à court terme sont surpassés à plus long terme par une augmentation du revenu disponible et du taux de croissance potentielle suisse, de l'ordre de 2 %. Certes, la plupart de ces études démontrent qu'une adhésion à l'UE produirait des effets positifs supérieurs ; mais l'amélioration par rapport aux accords bilatéraux ne serait pas significative, les effets se produiraient à plus long terme (soit entre 8 et 10 ans) et surtout, les coûts seraient plus importants pour la Suisse, notamment en raison des transferts au budget communautaire de l'ordre de 1% du PNB au titre de la contribution suisse. Cela donne donc un avantage immédiat aux accords bilatéraux, même s'il s'agit d'une forme d'intégration précaire sur le plan institutionnel.

⁶ Ces montants comprennent d'une part les contributions au budget de l'Union européenne pour un montant total de 6,4 millions de francs suisses en 2006, de 4,1 millions en 2007 et de 4,1 millions en 2008, ainsi que, d'autre part, les coûts de mise en œuvre interne (par exemple, pour les applications informatiques) s'élevant à 1,8 millions de francs suisses (2006), 3,2 millions (2007) et 2,5 millions (2008).

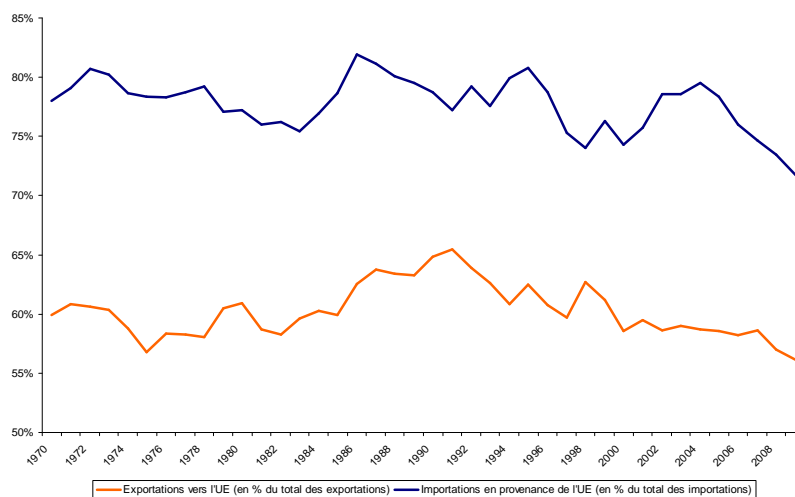
C'est pourquoi les milieux politiques et économiques helvétiques sont unanimes depuis l'entrée en vigueur des deux « Bilatérales » : cette voie est actuellement la meilleure modalité d'intégration économique européenne de la Suisse, et elle doit être poursuivie à l'avenir. C'est parce qu'ils représentent la modalité d'intégration économique européenne la plus aboutie que les accords bilatéraux doivent être perçus comme une finalité et non pas comme une étape intermédiaire en direction de l'adhésion. Autrement dit, la Suisse n'adhérera pas à l'UE à court, comme à moyen, terme, même si cela constitue toujours officiellement l'objectif stratégique de long terme du gouvernement depuis le 18 mai 1992.

Plus qu'un passager clandestin ne participant pas au fonctionnement d'un bien collectif, la Suisse apparaît alors davantage comme un « passager toléré » par l'UE : au nom de ses relations économiques de voisinage, l'UE accepte cette modalité d'intégration car il en va aussi de ses intérêts (élargissement des marchés, participation helvétique au budget communautaire,...). Du point de vue suisse en tout cas, ces accords lui permettent officiellement de préserver les conditions cadres de son économie, en particulier l'autonomie budgétaire et monétaire. C'est important pour la Suisse, dans la mesure où si le pays est « encadré » dans la zone euro, la non appartenance *de jure* à celle-ci lui permet de préserver l'orientation géographique diversifiée de ses échanges commerciaux et financiers, qui fait que la Suisse est plus « entre deux mondes » que spécifiquement européenne.

2.2. Une dépendance économique et financière helvétique élevée

Avec les développements précédents, la Suisse montre que le concept d'intégration économique européenne peut revêtir des modalités diverses, n'impliquant pas forcément des résultats uniformes. En effet, malgré la volonté politique helvétique d'intégration institutionnelle « minimale », la Suisse est largement intégrée de fait à l'UE d'un point de vue économique. Nous qualifions cette situation particulière d'« intégration non adhésive » pour désigner le couple « autonomie politique et forte intégration économique de fait ». Concernant ce dernier point, la Suisse et l'UE ont des échanges commerciaux réciproques intenses, les deux se situant dans une « zone naturelle d'échanges »⁷ les échanges mutuels sont particulièrement importants et intenses (graphique ci-dessous).

⁷ Une telle zone est définie par Krugman (1991) comme une zone à l'intérieur de laquelle, en l'absence de barrières aux échanges et d'accords de préférence, les échanges seraient plus intenses qu'avec le reste du monde.



Graphique 1 : le commerce entre la Suisse et l'Union européenne.
Source : calculs des auteurs à partir de données CHELEM (Cepii).

Mais compte tenu du degré élevé d'ouverture et de la taille relative de la Suisse, la dépendance est asymétrique : la Suisse dépend plus fortement du dynamisme de ses économies géographiquement voisines que l'inverse. Les tableaux 1 et 2 nous le montrent.

Tableau 1 : dépendance commerciale de la Suisse (en %)

	1995	2000	2005	2009
France	10,78	10,01	9,51	8,54
Allemagne	29,27	25,58	26,09	26,37
Italie	9,17	8,51	9,59	9,73
Espagne	1,67	1,97	3,14	2,27
Portugal	0,59	0,39	0,34	0,30
UE 15	71,74	66,71	68,49	63,94
UE 27	73,34	68,82	71,36	66,96
Zone euro	63,77	59,61	61,95	59,25

Source : Calculs des auteurs à partir de données CHELEM (Cepii).

Tableau 2 : intensité commerciale

	1995	2000	2005	2009
France	1.92	2.05	2.06	1.96
Allemagne	2.95	3.15	3.06	3.11
Italie	2.16	2.25	2.60	2.83
Espagne	0.82	0.91	1.30	1.02
Portugal	1.02	0.75	0.68	0.65
UE 15	1.81	1.90	1.92	1.90
UE 27	1.75	1.83	1.83	1.77
Zone euro	1.95	2.06	2.07	2.04

Source : Calculs des auteurs à partir de données CHELEM (Cepii).

Les chiffres des tableaux 1 et 2 confirment l'existence d'une « zone naturelle d'échanges » pour la Suisse, dans la mesure où les pays européens les plus proches géographiquement et économiquement sont aussi ceux avec qui la Suisse échange le plus. C'est particulièrement le cas avec l'Allemagne depuis 2000. Cependant, bien que la dépendance et l'intensité commerciale de la Suisse avec ses voisins européens soient élevées, elles ne sont pas hégémoniques. Plus précisément, la dépendance commerciale vis-à-vis de la zone euro et de l'UE a eu tendance à décliner depuis 1995, alors que l'intensité commerciale avec ces mêmes ensembles stagne. Ce constat reflète la position commerciale de la Suisse qui se situe comme nous l'avons évoqué précédemment « entre deux mondes », c'est-à-dire à la fois intégrée aux économies européennes, mais aussi à celles du reste du monde, notamment des Etats-Unis et de plus en plus des pays asiatiques (Chine et Japon). Si le dynamisme de ces pays enregistré ces dernières années a en effet bénéficié au commerce helvétique du fait de la spécialisation de la Suisse, il s'agit également des conséquences de la volonté économique du pays de diversifier ses échanges sur le plan géographique. Pour les autorités économiques et politiques de la Suisse, c'est donc une justification supplémentaire de la non appartenance à l'UE et à la zone euro. Malgré tout, les relations économiques que la Suisse entretient avec l'UE et la zone euro restent encore prépondérantes dans le total des échanges helvétiques, reflétant une dépendance asymétrique.

Il en est de même d'un point de vue financier : la Suisse doit bénéficier des principales avancées en matière d'intégration réalisées au sein de l'UE, sans compromettre sa décision de ne pas adhérer. C'est doublement important pour la Suisse. En premier lieu, la forte spécialisation dans les domaines bancaire et financier, qui constitue une véritable « préférence nationale de structure », oblige le pays à être relié aux marchés financiers larges et liquides de l'UE, mais pas seulement : l'internationalisation de l'activité de nombreux agents économiques du pays, couplée à l'étroitesse relative des marchés financiers locaux, oblige le pays à entretenir des relations financières internationalisées, que ce soit à travers les transactions, les emprunts ou les placements à l'étranger en diverses devises (tableau 3).

Tableau 3 : répartition géographique des avoirs et engagements financiers des banques domiciliées en Suisse en 2009

	Avoirs financiers		Engagements financiers	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Zone euro	215 467	15,3	245 822	18,4
Royaume-Uni	344 838	24,5	330 733	24,7
Etats-Unis	380 145	27,0	177 906	13,3
Japon	56 553	4,0	17 513	1,3
Russie	3 801	0,2	11 398	0,8
Total	1 403 829	100	1 335 980	100

Notes : (1) montant en millions de francs suisses ; (2) en % du total des avoirs suisses à l'étranger ; (3) montant en millions de francs suisses ; (4) en % du total des engagements suisses vis-à-vis de l'étranger.

Source : Banque Nationale Suisse (2009) et Banques Suisses (2009, 2010).

De ce fait, si la Suisse a l'obligation de participer à l'intégration financière en Europe, celle-ci ne doit pas être exclusive non plus, car la Suisse est aussi « entre deux mondes » d'un point de vue financier. En second lieu toutefois, le degré élevé d'intégration économique *de facto* de la Suisse à l'UE entraîne des effets d'engrenage au niveau de l'intégration financière. En effet, l'intégration économique, en supprimant les frontières nationales, facilite les échanges de biens, de services et des facteurs de production, notamment le capital qui transite par les marchés financiers au sens large. C'est le cas pour les marchés d'actions et de capitaux par exemple. En retour, si l'intégration financière fonctionne selon une logique « propre », puisqu'un de ses objectifs est l'unification des activités financières au sein de la zone, elle vient aussi faciliter les transactions quotidiennes par l'intermédiaire d'un système de paiements unifié et unique. De la sorte, les paiements transitent progressivement par un seul et même système, maximisant les économies d'échelle, et interagissant également avec le développement réticulaire des échanges.

Ainsi, le fait que tout transite par un seul et même système dont les différents « nœuds » sont interconnectés et interdépendants peut être préjudiciable pour les pays tiers comme la Suisse. Celle-ci doit composer financièrement avec une zone qui fonctionne selon des règles propres, et où une dynamique interne discriminante risque de s'appliquer. Il est donc fondamental que la Suisse participe aux grandes avancées de l'intégration financière de l'UE, comme le *Single Euro Payments Area* (SEPA), qui correspond au système de paiement de masse unique au sein de la zone euro. La place financière suisse y est rattachée depuis 2006, puisque les banques et les associations bancaires suisses font partie de l'*European Payments Council* (EPC).

Or l'approfondissement de l'intégration économique, monétaire et financière au sein de l'UE depuis 1999 a renforcé cette dépendance extérieure de la Suisse, qui se matérialise en

particulier par le fait que l'euro est devenu une devise centrale pour l'économie du pays. Ainsi, si un tel processus peut être source d'avantages pour la Suisse (simplification du commerce et des investissements avec l'UE, stabilité monétaire accrue en Europe), il représente également des contraintes. Désormais, ces risques de change sont concentrés, d'autant qu'en tant que monnaie de facturation des échanges, de comptabilité et de paiement, le franc suisse a vu son rôle international décliner au profit de l'euro⁸.

Si la position « d'intégration non adhésive » de la Suisse possède en apparence des avantages indéniables en matière d'autonomie décisionnelle, elle place simultanément le pays dans une situation fragile, puisque sa dépendance extérieure à l'égard de l'UE se traduit par une dépendance forte vis-à-vis de l'euro. De ce fait, la parité franc suisse/euro devient centrale pour le pays, ce qui semble alors fortement l'exposer aux variations de la monnaie nationale face à la devise européenne, et compromettre son autonomie monétaire, comme nous l'expliquons ci-après.

2.3. Un degré élevé d'exposition aux variations de la parité franc suisse/euro ?

Compte tenu de son poids dans les échanges extérieurs de la Suisse, la zone euro occupe une place prépondérante dans le calcul du taux de change effectif nominal et réel de la Suisse réalisé par la BNS (environ 62%). De ce fait, quand on aborde la question de l'exposition de l'économie helvétique aux variations du taux de change, la parité bilatérale franc suisse/euro est centrale. Or la plupart des études réalisées sur le degré d'exposition de l'économie helvétique aux variations du taux de change, par rapport à leur transmission ou à la volatilité notamment, et leurs conséquences supposées négatives sur l'économie suisse révèlent un impact non significatif des variations du taux de change effectif sur celle-ci. Tout d'abord, Stulz (2007) montre, à l'aide de modèles VAR identifiés de manière récursive, que la transmission des variations du taux de change à l'inflation s'est globalement atténuée depuis la décennie 1990 en Suisse. A partir du traitement de données mensuelles couvrant la période allant de janvier 1976 à décembre 2004, et en étudiant l'effet des variations du taux de change effectif nominal sur les prix à l'importation et à la consommation en Suisse, il parvient aux résultats suivants :

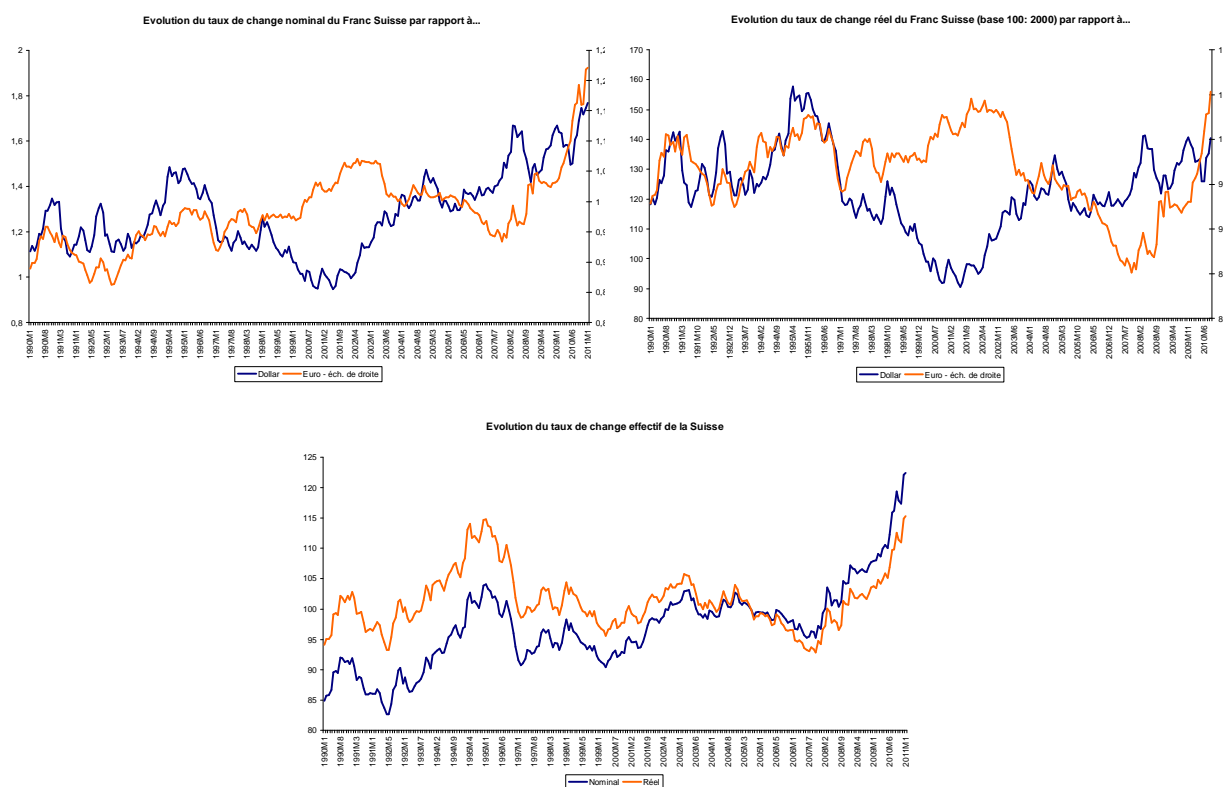
- les chocs de taux de change semblent se transmettre de façon importante aux prix à l'importation, bien que de façon non complète ;

⁸ Voir, par exemple, Guillaumin et Plihon (2009).

- une fois le choc survenu, nous constatons que la transmission des prix à l'importation en direction des prix à la consommation est une fois encore assez prononcée, du fait notamment de la part élevée des biens importés dans la consommation totale en Suisse ;
- enfin, la transmission d'un choc de taux de change aux prix à la consommation est beaucoup plus faible, les prix à la consommation ne réagissant que de façon marginale.

Dans une même optique, Fischer (1999) indique, à partir de données mensuelles couvrant la période de janvier 1973 à juin 1998, que la volatilité du franc suisse n'a exercé d'effets significatifs ni sur le volume des exportations, ni sur les prix de ces dernières. En utilisant un modèle empirique GARCH à variables multiples, il estime les rapports entre le commerce extérieur et la volatilité du taux de change du franc suisse, ainsi qu'entre la volatilité et les informations du passé, en partant de l'hypothèse que le risque de change est le seul risque. Cette constatation s'applique non seulement au total des exportations, mais également aux trois catégories d'exportations qu'il examine séparément, à savoir les produits semi-ouverts, les biens de consommation et les biens d'équipement.

Pourtant, l'histoire monétaire contemporaine est marquée par de fréquentes variations du taux de change, qui sont potentiellement sources de perturbations pour l'économie nationale. En particulier, comme les pays européens constituent de longue date les principaux partenaires de la Suisse, les mouvements de la parité franc suisse/deutschemark puis franc suisse/euro sont les plus problématiques. L'avènement de l'euro en 1999 a d'ailleurs fait craindre à la Suisse une accentuation de cette contrainte historique du taux de change. Par rapport à la taille de la zone euro et au caractère relativement « introverti » du commerce intra-zone de l'UE, la Suisse a craint que la BCE fasse preuve de « négligence » en ce qui concerne les fluctuations de l'euro à l'égard des monnaies tierces mineures comme le franc suisse. Or ce dernier a effectivement connu des mouvements baissiers et haussiers face à la devise européenne qui ont affecté négativement certains agents économiques helvétiques.



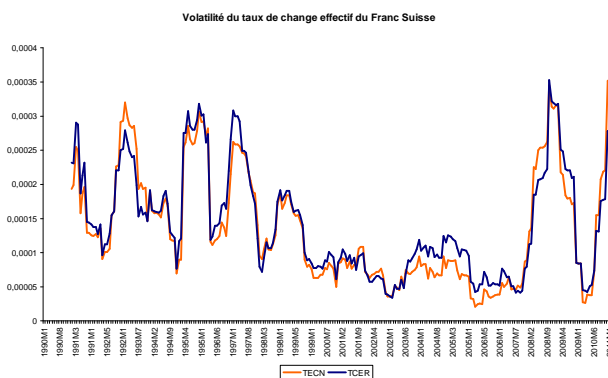
Graphique 2 : évolution du taux de change de la Suisse.
 Source : Banque des règlements internationaux et Fed de Saint-Louis.

Dans le sens dépréciatif en premier lieu, le franc suisse a connu entre février 2003 et janvier 2008 une perte de sa valeur vis-à-vis de l'euro d'environ 14,5 % en termes nominaux. Avec la politique monétaire très accommodante mise en œuvre par la BNS à partir de mars 2003 où la bande de fluctuation assignée au taux d'intérêt de référence de la Banque centrale (le Libor à 3 mois en francs suisses) est 0 – 1 %, le franc suisse se déprécie vis-à-vis de l'euro, alors que le taux d'intérêt de court terme de la BCE est plus élevé. Malgré la normalisation de la politique monétaire de la part de la BNS débutée fin 2005, cette tendance se poursuit jusqu'à la fin du deuxième semestre de 2007.

Ce phénomène peut en partie être relié à la faiblesse relative des taux d'intérêt de court terme de la BNS, dont le niveau a été durant cette période inférieur à celui du taux d'intérêt de court terme de la BCE. Autrement dit, le différentiel de taux d'intérêt favorable à la Suisse a incité les investisseurs internationaux à recourir à des emprunts importants en francs suisses pour investir dans des placements à plus forte rémunération, ou pour les prêter à nouveau à un taux plus élevé, en particulier dans la zone euro. Cette stratégie de « carry trade », c'est-à-dire de stratégies internationales de « portage de monnaies », a tendu à affaiblir le franc suisse face à l'euro sur le marché des changes, la devise helvétique jouant le rôle de monnaie de financement et la devise de l'UE celui de monnaie de placement (Galati et alii, 1999).

Or si une monnaie de financement tend à se déprécier vis-à-vis d'une monnaie cible à court terme, elle s'expose surtout à des phénomènes de surréaction qui entraînent une appréciation brutale du taux de change (Frankel, 2007). Il semble que la Suisse a connu ce scénario, face au dollar, mais surtout face à l'euro, puisque l'on observe une forte appréciation du taux de change face à l'euro essentiellement à partir de mars 2009.

Outre la « surréaction » évoquée survenant lors d'un « carry trade », cette appréciation soudaine et significative du franc suisse face à l'euro s'explique aussi par le rôle de valeur refuge internationale qu'il exerce : avec les turbulences récentes au sein de la zone euro, les investisseurs internationaux ont déplacé leurs capitaux en Suisse, dont les caractéristiques les rassurent (stabilité monétaire, fiscale et politique, secret bancaire, marchés financiers liquides, performance du secteur bancaire,...). Ce phénomène s'était déjà observé après la crise financière de 1987, lors de la crise du Système Monétaire Européen en 1992 et dans une moindre mesure après les attentats de 2001.



Graphique 3 : volatilité du taux de change de la Suisse.

Source : calculs des auteurs à partir de données de la Banque des règlements internationaux.

Or quand le franc suisse est considéré comme une valeur refuge, le pays enregistre des entrées massives de capitaux qui correspondent à une demande soudaine d'actifs libellés en francs suisses, et qui, compte tenu de l'étroitesse relative des marchés financiers helvétiques, se traduisent par une appréciation brutale du taux de change sans rapport avec les fondamentaux économiques, mais simplement du fait du rôle international particulier du franc suisse.

Pour Ranaldo et Söderlind (2007) en effet, le franc suisse possède toutes les caractéristiques et tous les signes d'une monnaie refuge. En ce qui concerne les caractéristiques, outre la stabilité politique et le secret bancaire évoqués jusqu'ici, les auteurs rappellent les atouts de la monnaie helvétique, qui induit la sécurité et la valorisation des actifs libellés en francs suisses. La tradition historique de lutte contre l'inflation de la Banque centrale du pays, couplée à la

tendance haussière du franc suisse sur les marchés des changes, créent en effet les conditions d'une faible dépréciation, voire d'une valorisation du capital. De plus, l'internationalisation financière, et la qualité de l'offre financière et bancaire nationales, rendent particulièrement attractifs les investissements de court terme en Suisse. L'offre semble très élastique en cas de turbulences de marché. Pour Ranaldo et Söderlind, toutes les conditions sont réunies en Suisse pour voir apparaître « l'effet tasse de café expresso », soit le phénomène où des investisseurs transfèrent leurs actifs d'une grande vers une petite place financière, avec un plus fort impact sur la petite monnaie que sur la grande.

Leur étude indique dans ce cadre que lorsque des perturbations majeures surviennent, le cours du franc suisse évolue inversement aux rendements de marché et de la perception des risques internationaux. En particulier, la baisse des principales valeurs boursières sur les marchés internationaux est associée d'après leurs observations à une appréciation du franc suisse sur le marché des changes. Par exemple, sur la période 1993 – 2006 qu'ils étudient, la chute du cours des actions coïncide avec une appréciation du franc suisse de 1 % en moyenne face aux principales devises du SMI. De même, les volatilités de marché enregistrées au cours de la même période se traduisent par une valorisation de la monnaie helvétique de 1%. Leurs conclusions sont robustes puisqu'elles sont établies à partir de données à haute fréquence (journalières voire intrajournalières) relatives à différents marchés internationaux de devises, d'actions et d'obligations. Leurs résultats sont ainsi stables dans le temps, et restent valides même après avoir isolé des différentiels de taux d'intérêt exerçant des effets sur la parité d'une monnaie. En somme, leur étude indique que la valeur du franc suisse varie de façon inverse à celle de certains actifs financiers internationaux révélateurs de tendance, mais aussi à certains événements non économiques, bancaires ou financiers.

En effet, lorsque surviennent ces événements non, comme des attentats ou des catastrophes naturelles, le franc suisse s'apprécie là encore systématiquement face au dollar. Les auteurs étudient en effet plusieurs événements de ce type survenus entre 1993 et 2006, de différente nature et ampleur : à chaque fois, la volatilité de l'indice Standard and Poor's et du cours des bons du Trésor américains est associée à des appréciations du franc suisse par rapport au dollar. Leurs calculs indiquent dans ce cas qu'une hausse de 1 % du cours des bons du Trésor américains correspond à une baisse de 3 points de base de la parité entre le franc suisse et le dollar, et qu'une hausse de 1% de l'indice Standard and Poor's se couple à une baisse de 4 points de base de la monnaie helvétique face à la devise américaine.

Or comme évoqué supra, le problème à partir de là est que l'appréciation de la parité franc suisse/euro semble constituer une réelle contrainte structurelle pour certains agents

économiques en Suisse. En particulier, les banques, les industries et les PME exportatrices peuvent souffrir de telles variations. Mais surtout, la tâche de la BNS s'en trouve compliquée : elle peut connaître des difficultés à assurer ses engagements intérieurs à cause de ces perturbations extérieures. Dans ce cas, le principal taux d'intérêt de court terme de la BNS devient moins opérant et moins centré sur des considérations essentiellement internes à l'économie suisse. En particulier, la faiblesse des taux d'intérêt de court terme de la BNS qui sont souvent proches de 0%, reflète la propension de l'économie suisse à la déflation. Dans un tel contexte qui nécessiterait un assouplissement de la politique monétaire, la BNS se trouve doublement contrainte : par le niveau plancher des taux, et par l'appréciation du taux de change, qui agit comme un durcissement des conditions monétaires en Suisse. D'où la mise en œuvre fréquente de mesures « non conventionnelles » de politique monétaire, qui sont essentiellement des interventions sur le marché des changes pour espérer faire diminuer la valeur du franc suisse relativement à l'euro.

Même si la BNS n'est pas une banque commerciale qui surveille ses profits⁹, cette augmentation implique malgré tout des risques de change significativement élevés, donc des pertes comptables sur les positions de change, ainsi que l'augmentation de la base monétaire. Pour donner un ordre d'idées, la BNS a subi une perte de 3 milliards de francs suisses en mars 2010 et une autre de 8,5 milliards en juin de la même année du fait de ses interventions : en proportion du PIB, cela équivaldrait pour la Fed à une perte de 200 milliards de dollars. Mais plus largement, cela oblige la BNS à repenser ses instruments pour la conduite de la politique monétaire du fait de la quantité de liquidités en circulation, qui s'apparente à un « hyperpragmatisme périlleux » : elle tente avec difficulté de stabiliser la valeur extérieure de la monnaie tout en respectant ses engagements de stabilité des prix, alors qu'elle agit de façon isolée. Il s'agit donc pour elle d'une « liberté monétaire contrainte » qui pose la question de son indépendance et de son autonomie réelles à l'égard de l'UE, et plus largement celle de la viabilité de la situation d'« intégration non adhésive » helvétique.

Dans cette perspective, compte tenu de la volonté politique suisse de ne pas adhérer à l'UE qui mettrait pourtant fin à terme aux fluctuations nominales de la parité franc suisse/euro, un « arrangement monétaire médian » du type ancrage *de jure* pourrait constituer une alternative envisageable.

⁹ Bien que les cantons suisses, qui sont actionnaires de la BNS, sont soucieux de ces profits puisqu'ils en tirent des ressources. Or l'utilisation des réserves de change pour les interventions sur le marché des changes a conduit à une érosion de ceux-ci, d'où les critiques des cantons à l'égard de la politique monétaire menée par la BNS.

La perspective de l'ancrage *de jure* du franc suisse à l'euro peut être discutée dans la mesure où il semble déjà exister dans la réalité un ancrage *de facto*. Dans ces conditions, envisager d'institutionnaliser l'existant nécessite de mettre en balance les coûts et les avantages potentiels pour la Suisse d'un tel régime de change, pour évaluer s'il pourrait s'agir d'une dépendance monétaire libératrice.

3. L'ancrage officiel du franc suisse à l'euro : une dépendance monétaire libératrice ?

3.1. Le franc suisse, un « étrange animal » ancré *de facto* à l'euro

Si le discours officiel des autorités monétaires helvétiques est d'afficher l'indépendance et l'autonomie monétaires du pays vis-à-vis de l'intégration monétaire européenne, la réalité semble différente. Au regard de l'histoire monétaire contemporaine de la Suisse, le franc suisse n'est pas entièrement caractérisé par un régime de taux de change flottants « pur » vis-à-vis des principales devises internationales. C'est ce que soulignent Reinhart et Rogoff (2004), qui cherchent à analyser le « véritable » régime de change suivi par la Suisse et d'autres pays (153 au total dans leur échantillon) depuis la fin du système de Bretton Woods à partir de données mensuelles. Plus précisément, en identifiant 14 régimes de change possibles, Reinhart et Rogoff comparent les régimes de change déclarés par les pays, et ceux effectivement mis en œuvre. En ce qui concerne la Suisse, les résultats de leur recherche indiquent que la Banque centrale n'a pas suivi dans les faits le régime de change annoncé : elle a souvent établi ou bénéficié d'un ancrage officieux de la monnaie nationale aux devises de ses principaux partenaires. Si dans le système de Bretton Woods, le franc suisse est ancré officiellement au dollar, la période du flottement du taux de change qui suit est marquée par un « flottement contrôlé » du franc suisse, voire un ancrage *de facto* du franc suisse au deutschemark puis à l'euro.

De façon intéressante, les auteurs montrent également que l'ancrage aux devises européennes s'est effectué dans une bande très étroite de +/- 2%. Qu'il s'agisse d'une volonté de la part des autorités monétaires helvétiques ou d'une convergence de fait rendue possible par des « forces de marché », le franc suisse ne paraît pas suivre une marche aléatoire face au deutschemark ou à l'euro. En effet, le renforcement de l'intégration économique et monétaire européenne n'a pas modifié le comportement du franc suisse sur le marché des changes, puisque la bande

étroite de fluctuation du franc suisse face à l'euro est la même que face au deutschemark (tableau 4).

Tableau 4 : régimes de change *de facto* de la Suisse (1949 – 2007)

	Régime de change	Commentaires
1949 – 1973	Ancrage au dollar	Contrôle des capitaux
1973 – 1981	Flottement contrôlé	-
1981 – 1998	Bande flottante vis-à-vis du deutsche mark	+/- 2%
1999 – 2007	Bande flottante vis-à-vis de l'euro	+/- 2%

Source : Reinhart et Rogoff (2004).

Ces conclusions paraissent surprenantes, puisque la Suisse n'a plus d'objectif de change explicite depuis 1980 : après l'ancrage du franc suisse au deutschemark de 1978 à 1979, la BNS a renoncé à poursuivre officiellement une telle stratégie. Le franc suisse aurait donc du fluctuer davantage face aux deux devises européennes. C'est même a priori paradoxal dans un système de taux de change flottants, où le cours des monnaies suit théoriquement une marche aléatoire et avec des mouvements inattendus. C'est d'autant plus le cas pour le franc suisse : compte tenu de son rôle international évoqué précédemment, cette devise est fréquemment échangée sur le marché des changes, ce qui devrait avoir une incidence sur la variabilité et la volatilité de ses différentes parités. Or ce n'est pas le cas, en particulier au cours de la dernière décennie où la monnaie nationale helvétique a été ancrée *de facto* à l'euro. De ce fait, puisqu'un tel régime de change semble comporter des désavantages pour la Suisse, notamment parce que la fonction de valeur refuge internationale jouée par le franc suisse induit une appréciation de la parité franc suisse/euro qui nécessite d'être combattue par de fréquentes et massives interventions de la BNS sur le marché des changes, la Suisse ne gagnerait-elle pas à envisager un ancrage *de jure* du franc suisse à l'euro ? Autrement dit, compte tenu des incertitudes quant à la possibilité future d'une « malédiction de l'appréciation » du franc suisse face à l'euro et de ses effets négatifs sur l'économie suisse, un ancrage monétaire explicite pourrait-il constituer une « contrainte positive » pour la Suisse ? Pour disposer de davantage d'éléments de réponse, nous abordons successivement les coûts et les avantages potentiels de l'ancrage officiel, en commençant par les coûts.

3.2. Les coûts potentiels de l'ancrage *de jure*

Tout d'abord, le premier coût potentiel vient de la nature nécessairement « asymétrique » de l'ancrage officiel du franc suisse à l'euro sur le plan institutionnel. En effet, la stabilité nominale du taux de change recherchée via l'ancrage officiel d'une monnaie à l'euro renvoie à un des critères essentiels de pré adhésion du Traité de Maastricht. Cela signifie que dans l'esprit et les principes de l'intégration européenne, il est nécessaire d'adhérer à l'UE en premier lieu avant d'envisager une telle perspective. Comme la Suisse ne souhaite pas l'adhésion, cela l'exclut de fait. En conséquence, cela signifie qu'un tel régime de change ne pourrait être envisagé que de façon unilatérale, créant les conditions de potentielles attaques spéculatives testant la capacité de la BNS à respecter son engagement. Comme Roth (1999) l'indique, « *ce serait placer la charrue devant les bœufs* », car « *tant que la Suisse ne fait pas partie de l'Union européenne et de ses institutions, tout « accrochage » du franc pourrait être révisé ultérieurement et toute parité déclarée unilatéralement par la Suisse pourrait faire l'objet de discussions, notamment à l'occasion de négociations en vue d'une adhésion* ». Or « *au lieu de calmer la situation, une telle mesure ne ferait qu'encourager les ardeurs spéculatives* ».

Deuxièmement, en supposant que l'ancrage officiel atteigne son principal objectif, à savoir parvenir à la stabilisation nominale du taux de change franc suisse/euro, il n'est pas certain que cette « stabilité organisée » aboutisse à une absence de fluctuation du taux de change réel. Autrement dit, tant que les deux monnaies seraient toujours considérées par les marchés comme distinguables et donc distinctes, leur prix relatif pourrait changer. De même, si la convergence réelle entre la Suisse et la zone euro s'avère insuffisante, les taux de change réels continueraient de diverger, avec comme conséquence de possibles attaques spéculatives dont nous venons de parler. Comme nous l'avons brièvement indiqué supra, la Suisse a déjà fait l'expérience dans son histoire monétaire contemporaine de l'insoutenabilité d'un ancrage officiel en cas de convergence réelle insuffisante. En effet, si la BNS décide en octobre 1978 d'ancrer officiellement le franc suisse au deutschemark, sous la forme d'un plancher du cours du deutschemark exprimé en francs suisses, l'ancrage ne dure qu'un an du fait d'une appréciation excessive. Ce régime de change s'avère non adapté aux besoins de l'économie suisse, dont les fondamentaux divergent de ceux de l'Allemagne, malgré l'intégration élevée de leurs économies. La BNS abandonne donc ce système et annonce le retour d'un ciblage d'un agrégat intermédiaire à partir de 1980.

Troisièmement, une politique d'ancrage officiel à l'euro serait également le signal public que l'institut monétaire suisse accorde de l'importance uniquement à la parité entre le franc suisse et l'euro, au détriment d'autres cours bilatéraux. Ainsi, le respect de cet engagement deviendrait le principal objectif de la politique monétaire du pays. De ce fait, outre les attaques spéculatives potentielles sur le cours franc suisse/euro signalées, des tensions pourraient s'opérer sur d'autres parités. En particulier, le cours du franc suisse face au dollar pourrait fortement fluctuer, avec des spéculations à la hausse ou à la baisse du franc suisse face à la devise américaine. Dans cette éventualité, les autorités monétaires helvétiques seraient mises en difficulté par ce « transfert de variabilité et/ou de volatilité ».

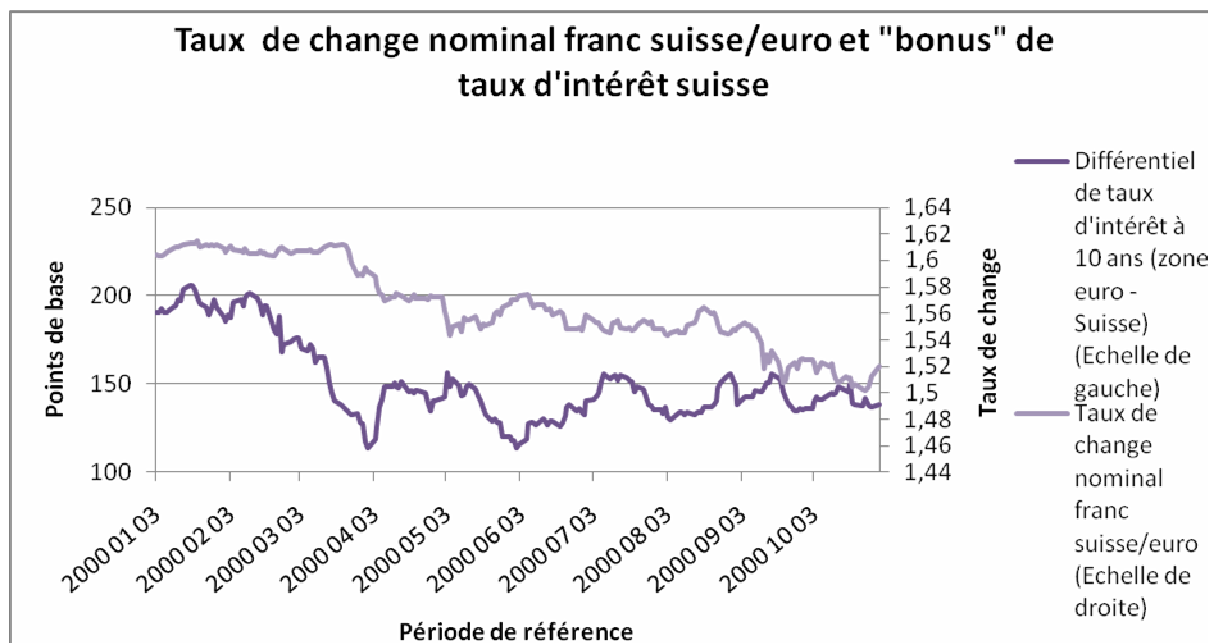
Mais le principal coût de l'ancrage officiel le plus mis en avant est qu'il implique de fait une perte de souveraineté de la politique monétaire, dont le degré dépend de l'importance de la parité ciblée dans le taux de change effectif du pays, et de l'ouverture économique du pays vis-à-vis de la zone considérée. Comme ces deux dimensions sont fortement présentes pour la Suisse, ceci entraînerait une certaine « vassalisation » de la politique monétaire, donc une perte d'autonomie proportionnelle. Et cette « vassalisation » risquerait en particulier d'avoir une conséquence fortement préjudiciable : les conditions monétaires cadres de la Suisse se calqueraient sur celles de l'UE et de la zone euro en particulier, avec le risque cette fois que les deux monnaies ne soient plus perçues comme distinguables, et que les taux d'intérêt helvétiques se mettent au niveau de ceux en vigueur dans la zone euro. Cette perspective pourrait être particulièrement coûteuse pour la Suisse : historiquement, le pays jouit de taux d'intérêt réels à court terme et à long terme très faibles, et inférieurs à ceux des principaux partenaires, situation qualifiée de « bonus » de taux d'intérêt. Cela crée, toutes choses égales par ailleurs, un environnement favorable pour l'emprunt, l'investissement et la croissance.

De même, la place financière suisse bénéficie de ce « bonus », en lien avec le rôle international du franc suisse en tant que valeur refuge ou monnaie de diversification des placements. Les investisseurs internationaux se dirigent vers la Suisse pour diversifier leurs placements ou se protéger d'un certain nombre de risques (UBS, 2000). D'où une hausse de la valeur des actifs libellés en francs suisses, compte tenu de la taille relative des marchés financiers suisses. Sur le marché obligataire en particulier, les cours ont tendance à monter et les rendements à s'affaiblir. Le plus faible niveau des taux d'intérêt est à partir de là un élément favorable aux investissements financiers. En somme, le potentiel appréciatif du franc suisse est un des facteurs d'attractivité de la place financière helvétique : il accroît la demande d'actifs financiers libellés en francs suisses et crée les conditions d'un faible niveau des taux d'intérêt de long terme. A partir d'une décomposition des facteurs explicatifs du « bonus »,

les auteurs estiment que celui-ci trouve ses origines à 50% dans la stabilité fiscale et à 50% par la confiance des investisseurs internationaux dans le franc suisse.

C'est pour cette raison qu'un ancrage du franc suisse à l'euro pourrait remettre en cause cette configuration. En effet, ce régime de change pourrait impliquer une plus faible différenciation entre l'euro et le franc suisse de la part des investisseurs internationaux. Ceux-ci détiennent des actifs libellés en francs suisses parce qu'ils estiment que cette monnaie possède des caractéristiques particulières. Autrement dit, le franc suisse est recherché parce que ses fluctuations sont perçues comme peu corrélées avec celles des autres. Or si le franc suisse se situe dans une bande étroite face à l'euro suite à l'ancrage, la volatilité est faible et la corrélation entre le franc suisse et l'euro est forte. De ce fait, le franc suisse ne joue plus son rôle d'actif international indépendant, les actifs libellés dans cette monnaie sont moins demandés, la place financière helvétique perd de son attractivité et le « bonus » se réduit ou disparaît.

Les auteurs de l'étude précitée développent cette hypothèse en analysant la période de stabilité entre le franc suisse et l'euro sur le marché des changes ayant suivi l'introduction de la monnaie unique européenne. Au cours de celle-ci, le taux de change franc suisse/euro s'est maintenu dans une bande de fluctuation très étroite. Ainsi, les investisseurs ont perçu cet ancrage *de facto* comme le signe d'une perte d'indépendance des conditions monétaires helvétiques par rapport à celles de la zone euro. La différenciation entre les actifs libellés en francs suisses et ceux en euros perd de son sens dans ces conditions, puisque les risques de change sont réduits. Sur le graphique 4, nous pouvons constater que la stabilité de la parité entre les deux monnaies se traduit par une chute importante du différentiel de taux d'intérêt à 10 ans entre la Suisse et la zone euro, soit 80 points de base (entre janvier et mars 2000). Au contraire, la volonté de la BNS de faire sortir le franc suisse de la bande étroite à partir de mars 2000 a permis de préserver le « bonus ». La volatilité importante de cette parité constatée durant l'été 2000 coïncide avec une remontée de l'écart de taux d'intérêt (graphique 4).



Graphique 4

Source : calculs des auteurs à partir de données issues de la Banque nationale Suisse.

Les conclusions des auteurs de l'étude sont claires : comme le « bonus » est indispensable à la compétitivité de la Suisse, il est nécessaire d'éviter l'ancrage officiel du franc suisse à l'euro. L'étude de la parité franc suisse/euro montre que l'existence d'une bande de fluctuations étroite entre les deux monnaies se traduit par un effacement des particularités du franc suisse, et donc par une diminution du différentiel de taux d'intérêt. De ce fait, toute l'économie suisse serait pénalisée par cette remontée des taux.

Les obstacles à l'ancrage officiel du franc suisse à l'euro semblent donc nombreux, comme l'illustre le cas de la perte redoutée partielle ou totale du « bonus » en cas d'adoption de ce régime de change. Pour autant, ce dernier présente aussi des avantages susceptibles de contrebalancer les coûts potentiels de l'ancrage officiel. Nous les présentons ci-après.

3.3. Les bénéfices potentiels de l'ancrage *de jure*

Genberg (2000) explique que dans le cas suisse, vouloir poser le débat entre flottement pur du taux de change franc suisse/euro et union monétaire avec la zone euro est réducteur. En d'autres termes, un flottement administré prenant la forme d'un ancrage officiel à l'euro – rigide ou souple – pourrait être préférable à ces deux extrêmes. Son argumentation s'appuie sur la présence d'avantages indéniables pour le pays, que nous abordons ici.

Tout d'abord, contrairement à la position défendue officiellement par les autorités monétaires helvétiques, il semble qu'une telle modalité d'intégration monétaire « médiane » à la zone

euro convienne bien aux particularités de la Suisse, compte tenu de son exposition aux chocs en provenance de la zone euro. Le premier avantage indéniable pour l'économie suisse de l'ancrage *de jure* serait qu'il stabiliserait la parité nominale franc suisse/euro, et donc que les agents économiques helvétiques pourraient prendre leurs décisions dans un univers plus prévisible. Une petite économie ouverte comme la Suisse doit en effet se prémunir des chocs de taux de change, du fait de l'internationalisation de ses activités. En particulier, une parité stabilisée améliorerait l'horizon prévisionnel des entreprises exportatrices helvétiques : les PME sont fortement pénalisées par des variations erratiques du taux de change franc suisse/euro, notamment dans le sens appréciatif comme nous l'avons indiqué. Elles ont qui plus est davantage de difficultés à se couvrir en matière de risques de change associés, et doivent par conséquent faire preuve de flexibilité organisationnelle qui n'est pas aisée à mettre en œuvre dans les faits.

C'est pourquoi plus globalement, au niveau macroéconomique, la stabilité nominale du taux de change pourrait créer du trafic supplémentaire grâce à cet horizon prévisionnel et à la suppression des coûts de conversion des monnaies. Si l'ancrage officiel n'est pas l'adhésion intégrale, des effets intégrateurs « endogènes » du type de ceux mis en évidence par Frankel et Rose (1997) pourraient survenir. Or des échanges plus intenses se traduiraient par une convergence plus importante des cycles économiques, ce qui rendrait plus soutenable ex post la parité ciblée et l'ancrage officiel. Grâce à cet environnement stabilisé, la BNS pourrait alors se concentrer prioritairement sur des considérations internes, donc disposer là aussi de plus d'autonomie réelle.

Il découle du point précédent un autre avantage de l'ancrage officiel. Selon l'ampleur des chocs économiques et monétaires en provenance de la zone euro affectant ce petit pays, il n'est pas certain qu'une politique monétaire isolée parvienne à le résorber. L'échec des interventions récentes de la BNS pour tenter d'inverser la tendance appréciative de la monnaie nationale face à l'euro le rappelle parfaitement. L'insularité institutionnelle de la politique monétaire suisse dans le contexte politique d'un refus d'adhésion totale à l'UE pose ainsi la question de son degré d'indépendance et d'autonomie effective à l'égard de la zone euro. Or la dépendance économique et financière de la Suisse à l'égard de la zone euro apparaît trop forte pour ne pas entrer en contradiction avec le flottement libre de la monnaie nationale.

En tenant compte de la situation helvétique, il est certain que celui-ci ne peut véritablement exister dans les faits, obligeant la plupart du temps la Banque centrale à définir une ou plusieurs cibles implicites du taux de change comme nous l'avons mis en évidence supra, donc à être prête à intervenir de façon répétée sur le marché des changes, avec tous les risques

qu'une telle politique implique. En particulier, en renversant un des arguments en défaveur de l'ancrage officiel, ce régime de change peut au contraire s'avérer plus efficace que le simple ancrage *de facto* pour éviter les attaques spéculatives : compte tenu du potentiel appréciatif du franc suisse face à l'euro et des interventions répétées de la BNS pour contrecarrer cette tendance en s'accrochant au libre flottement officiel, des spéculateurs pourraient vouloir tester la soutenabilité d'une telle politique.

Malgré les éléments positifs précédents, la principale interrogation liée à la perspective de l'ancrage officiel demeure l'avenir du « bonus », c'est-à-dire qu'il pose la question de la possibilité pour la Suisse de préserver son « bonus ». Si comme le pensent les chercheurs d'UBS cités précédemment, c'est l'actif « franc suisse », donc indirectement la politique monétaire de la BNS, qui déterminent le « bonus », alors celui-ci risque de disparaître ou de diminuer du fait des implications de l'ancrage officiel, notamment pour les taux d'intérêt de long terme. Par contre, si celui-ci trouve ses origines dans des facteurs structurels propres à l'économie suisse, il n'y a pas de raison pour qu'il ne perdure pas : le cas actuel de la zone euro montre que les investisseurs continuent de distinguer des particularités propres à chaque pays, conditionnant la « prime pays » qu'ils demandent. Si une certaine convergence s'opère du fait de l'intégration monétaire, les écarts ne sont donc pas complètement supprimés.

Sur cette question, Sfreddo (2002), en appliquant un modèle visant à mesurer la contribution de plusieurs déterminants aux mouvements des taux d'intérêt réels de long terme dans huit pays de l'OCDE, dont la Suisse, cherche à déterminer quelle part des taux d'intérêt de long terme en Suisse est expliquée par la politique monétaire de court terme, et quelle part l'est par des facteurs structurels. Si les éléments de court terme sont davantage significatifs, cela indique que l'avantage suisse n'est pas forcément durable et stable dans le temps. A l'inverse, si les éléments structurels expliquent le plus faible niveau des taux d'intérêt en Suisse, des facteurs propres au pays peuvent être mis en évidence. Par extension, ils permettent de justifier le statut d'avantage compétitif pour le « bonus ».

Par ailleurs, si les régimes de changes flottants semblent avoir tout de même un avantage par rapport aux régimes de changes fixes concernant l'ajustement aux chocs macroéconomiques, il faut cependant différencier l'origine du choc (nominale ou réelle). Or d'un point de vue théorique, les changes fixes sont mieux à même de protéger les économies contre les chocs nominaux alors que les changes flottants seraient plus appropriés en cas de chocs réels (Calvo et Mishkin, 2003). Confronté à un choc nominal, un taux de change fixe joue un rôle stabilisateur puisqu'il impose une discipline monétaire ; à l'opposé, un taux de change flottant aurait tendance à transmettre la perturbation à la sphère réelle (Clarida et Gertler, 1994),

augmentant ainsi la volatilité de l'économie. En cas de choc réel, sur les termes de l'échange par exemple, les changes flottants apportent une meilleure réponse. Edwards et Levy-Yeyati (2003) confirment ces conclusions théoriques mais leurs résultats apparaissent "isolés" dans la littérature économique même s'ils confirment, comme Levy-Yeyati et Sturzenegger (2003), que les pays ayant opté pour un change flottant obtiennent une croissance plus rapide et plus élevée que ceux qui ont opté pour un change fixe¹⁰. Cependant, il apparaît que les taux de change flottants ne parviennent pas totalement à atténuer les chocs et auraient même tendance à les amplifier (Frankel et Rose, 1994 ; Hausmann et *alii*, 1999).

C'est pourquoi, pour déterminer l'opportunité et la viabilité d'un ancrage *de jure* du franc suisse à l'euro, il convient de mettre en évidence la nature des chocs auxquels est soumise la Suisse : si son économie est affectée essentiellement par des chocs nominaux, alors il existe un intérêt pour la mise en place d'un taux de change fixe ; à l'inverse, si le pays est touché majoritairement par des chocs réels, le flottement du taux de change doit être préservé. Nous tentons par conséquent d'apporter une réponse à cette question dans la partie suivante.

4. Les sources des fluctuations du taux de change suisse

4.1. La méthode SVAR

Il existe, essentiellement, trois grandes méthodes pour mesurer les chocs macroéconomiques :

- l'analyse de la volatilité des taux de change réels ;
- l'analyse des cycles au travers de l'application du filtre de Hodrick et Prescott [1980] ;
- les VAR structurels.

L'analyse de la variabilité des taux de change réels a deux principaux inconvénients. Le premier est le choix de l'ancre¹¹.

L'analyse des cycles économiques par un filtre de Hodrick et Prescott (HP) [1980] vise à extraire la tendance d'une série pour obtenir uniquement le cycle. Deux inconvénients viennent réduire la puissance de cette analyse : (1) la méthode HP repose d'une manière importante sur le choix du paramètre de lissage¹² et (2) elle ne permet pas de distinguer les effets dus aux chocs asymétriques des réponses à ces chocs.

¹⁰ Nous pouvons également citer les travaux de Gosh et *alii* (1997) qui effectuent une synthèse sur l'efficacité des régimes de change. D'après leurs conclusions, les régimes de change fixe, dans le passé, ont été associés à un taux d'inflation plus faible et un investissement plus important mais également à une croissance plus faible. En règle générale, le régime de change fixe est choisi pour maîtriser l'inflation qui impose une discipline monétaire. Mais, à la différence de Levy-Yeyati et Sturzenegger (2003), les conclusions de Gosh et *alii* (1997) montrent que, outre une inflation plus forte, les performances en terme de croissance sont médiocres.

¹¹ Voir, par exemple, Guillaumin (2008).

¹² Voir, par exemple, Giorno et *alii* [1995].

C'est pourquoi, la méthodologie VAR structurel (SVAR par la suite) apparaît comme la plus pertinente. La modélisation SVAR permet d'identifier l'origine des perturbations (côté offre ou côté demande) mais aussi étudier les réponses à ces perturbations et les délais d'ajustement. Cette approche, initialement développée par Blanchard et Quah [1989]¹³, permet d'orthogonaliser les chocs en les décomposant selon leurs effets à long terme. Une décomposition employée précédemment était la décomposition de Cholesky qui ne fait appel à aucune théorie économique. L'inconvénient est que les résultats obtenus dépendent de l'ordre dans lequel sont rangées les séries « la matrice obtenue est triangulaire inférieure ; les variables sont rangées de la plus exogène à la plus endogène » (Lardic et Mignon [2002]).

Les travaux de Blanchard et Quah [1989] corrigent cette « anomalie » en imposant des contraintes liées à la théorie économique, ce qui permet d'interpréter chaque choc comme choc d'offre, de demande, de politique monétaire...

Avec les modèles SVAR, l'analyse est statique : le degré d'asymétrie des chocs est évalué à un moment donné. Or, la préparation et la mise en place d'une union monétaire peuvent avoir des effets de retours sur la nature des chocs macroéconomiques. Cette remarque constitue une illustration de la critique de Lucas. Pour Lucas [1976], les modèles macro-économétriques ne sont pas indépendants des politiques économiques menées qui sont censées les mesurer. L'utilisation d'un modèle macro-économétrique pour mesurer les effets d'une politique économique est biaisée car la politique va modifier les paramètres du modèle. Ainsi, d'après Lucas, on ne peut pas s'appuyer sur le passé pour mesurer l'impact des mesures à venir.

Nous estimons un VAR sous forme réduite :

$$A(L)X_t = u_t \quad (3)$$

Avec $X_t = (\Delta r_t, \Delta e_t)'$. r est le logarithme du taux de change réel et e le logarithme du taux de change nominal, Δ indique les variations premières de ces variables et u_t est un bruit blanc, de moyenne nulle et de variance σ^2 .

La forme moyenne mobile infinie (VMA) du processus s'écrit :

$$X_t = B(L)u_t \quad (4)$$

On peut réécrire les erreurs de la forme réduite comme une combinaison linéaire, telle que : $u_t = S\varepsilon_t$ avec ε_t les chocs structurels. Nous considérons ainsi un vecteur d'innovations normalisées et orthogonales $\varepsilon_t = (\varepsilon_t^r, \varepsilon_t^n)'$, où ε_t^r et ε_t^n sont, respectivement, les chocs réel et nominal satisfaisants : $u_t = S\varepsilon_t$ et $E(\varepsilon\varepsilon') = I$. Ce qui implique que $SS' = \Sigma$ et que la

¹³ Nous pouvons aussi signaler les travaux de Shapiro et Watson [1988].

connaissance d'une matrice d'orthogonalisation S permet d'écrire la représentation VMA en terme de chocs indépendants, dits structurels :

$$X_t = C(L)\varepsilon_t \quad (5)$$

Avec

$$C(L) = B(L)S \quad (6)$$

La forme développée de la matrice $C(L)$ s'écrit :

$$C(L) = \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} c_{11,i} & c_{12,i} \\ c_{21,i} & c_{22,i} \end{bmatrix}$$

La comparaison du nombre de paramètres à déterminer pour l'identification de la forme structurelle avec le nombre de paramètres effectivement estimés dans le modèle VAR montre que l'identification de la forme structurelle nécessite l'imposition de $n(n-1)/2$ contraintes. Nous avons ainsi besoin de 1 contraintes. Grâce aux travaux de Blanchard et Quah (1989) et Clarida et Gali (1994), nous imposons la restriction suivante : un choc nominal sur le niveau du taux de change réel est nul à long terme, soit $\sum_{i=0}^{\infty} c_{12,i} = 0$.

4.2. Les données

La méthode décrite dans la section 4.1 est appliquée aux taux de change effectifs ainsi qu'aux taux de change bilatéraux de la Suisse. Les taux de change bilatéraux de la Suisse sont exprimés vis-à-vis du dollar américain. Les taux de change effectifs proviennent de la Banque des règlements internationaux. Il s'agit de données mensuelles basées sur le commerce avec 27 pays. Les données pour les taux de change bilatéraux nominaux proviennent de la FED de Saint-Louis. Les données des indices de prix à la consommation sont issues des *Statistiques Financières Internationales* du Fonds Monétaire International¹⁴. Nous construisons le taux de change réel bilatéral de la Suisse à l'aide de l'indice des prix à la consommation. Les taux de change nominaux et les indices de prix à la consommation sont préalablement transformés dans la même base (2000).

L'ensemble des données utilisées sont mensuelles, sur la période 1990.1 à 2010.12. Toutes les variables ont été transformées en logarithme. Les variables sont soumises à des tests de racines unitaires. Les variables sont stationnaires en différence première. L'étude de la cointégration des variables ne révèle pas de relation de long terme entre ces dernières. Enfin,

¹⁴ Ligne ae.

en utilisant les critères d'information d'Akaike, de Schwartz et d'Hannan-Quinn¹⁵, nous spécifions un nombre de retards égal à, respectivement, 2 et 4 pour les modèles de taux de change bilatéraux et de taux de change effectifs¹⁶.

4.3. Les résultats

L'analyse des résultats se focalisera sur deux points essentiels : la décomposition de la variance et les fonctions de réponses aux chocs.

La décomposition de la variance

La décomposition de la variance nous permet d'évaluer, à différents horizons temporels, l'importance des différents chocs (d'offre et de demande ou réel et nominal) sur les fluctuations des variables du modèle.

Les tableaux 5 et 6 présentent les résultats de cette décomposition. Comme nous imposons qu'un choc nominal n'a aucun effet à long terme sur le taux de change réel, la proportion de la variance du taux de change réel expliquée par les chocs réels tend, graduellement, vers 100%, au fur et à mesure que l'horizon augmente.

L'analyse du taux de change effectif réel montre que les chocs réels sont, de loin, la source la plus importante de fluctuations du taux de change effectif réel. Nous observons que l'importance relative des chocs nominaux dans les fluctuations du taux de change effectif réel ne cesse de diminuer avec l'horizon temporel et représente moins de 1% de la variance expliquée.

¹⁵ Ces critères sont les plus utilisés mais il en existe d'autres (Deniau et alii, 1992).

¹⁶ Le détail des tests de racine unitaire et de cointégration ainsi que le détail des critères d'information sont disponibles auprès des auteurs sur simple demande.

Tableau 5 : décomposition de la variance du taux de change effectif

Taux de change effectif réel		
Horizon	Contribution relative des chocs réels	Contribution relative des chocs nominaux
1	94,2	5,8
2	94,8	5,2
3	95,2	4,8
4	96,0	4,0
8	97,7	2,3
12	98,4	1,6
40	99,5	0,5
Taux de change effectif nominal		
1	95,3	4,7
2	90,4	9,6
3	89,4	10,6
4	87,2	12,8
8	85,5	14,5
12	85,2	14,8
40	84,7	15,3

L'analyse du taux de change réel bilatéral nous montre que les fluctuations attribuables aux chocs réels sont plus importantes que celles causées par les chocs nominaux. Au mieux, à peine 8% des chocs nominaux expliquent la variance du taux de change effectif réel. Pour l'analyse du taux de change effectif nominal, nous observons que les chocs nominaux expliquent une très faible part de la variance du taux de change effectif nominal. Ces derniers sont davantage expliqués par les chocs réels.

Ces résultats sont alors compatibles avec l'idée selon laquelle, sous un régime de changes fixes, la présence de chocs nominaux touchant le taux de change réel est faible.

Tableau 6 : décomposition de la variance du taux de change bilatéral

Taux de change réel		
Horizon	Contribution relative des chocs réels	Contribution relative des chocs nominaux
1	98,2	1,8
2	98,6	1,4
3	99,0	1,0
4	99,2	0,8
8	99,6	0,4
12	99,7	0,3
40	99,9	0,1
Taux de change nominal		
1	95,7	4,3
2	95,3	4,7
3	94,3	5,7
4	94,2	5,8
8	94,1	5,9
12	94,1	5,9
40	94,1	5,9

Les fonctions de réponses aux chocs

Tableau 7 : réponse du taux de change effectif réel à un choc...

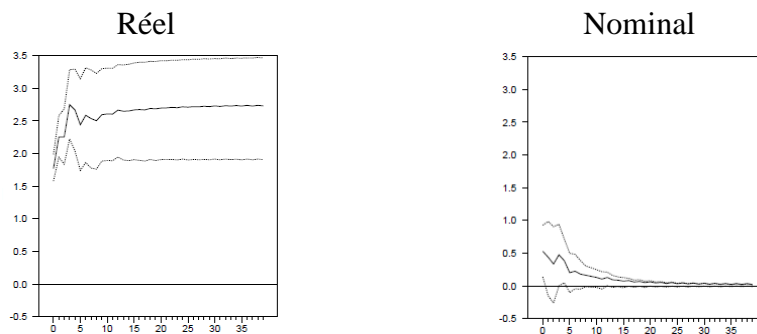


Tableau 7 bis : réponse du taux de change effectif nominal à un choc...

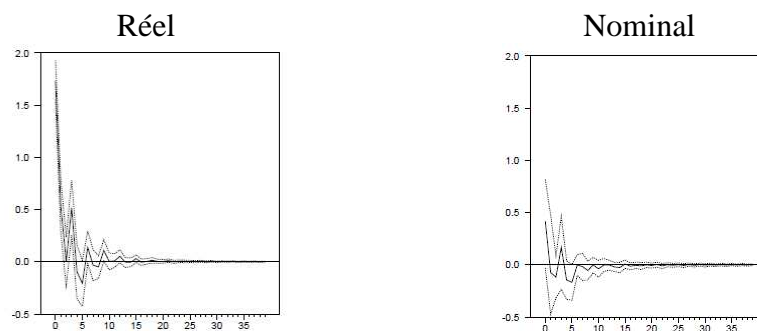


Tableau 8 : réponse du taux de change bilatéral réel à un choc...

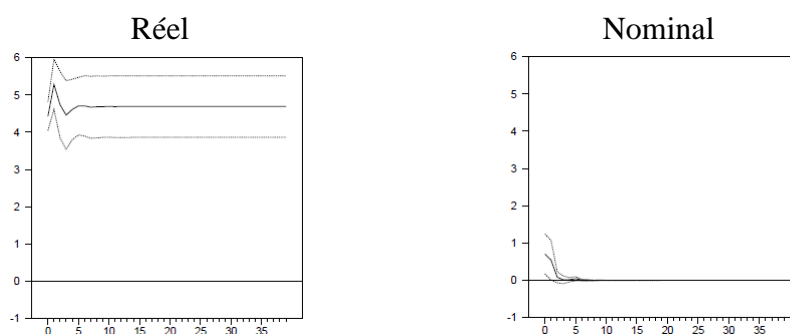
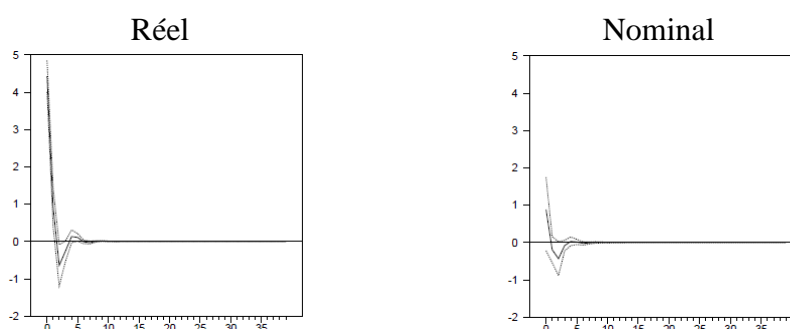


Tableau 8 bis : réponse du taux de change bilatéral nominal à un choc...



L'effet, à long terme, des chocs réels est toujours positif. La durée d'ajustement du taux de change réel bilatéral est plus rapide que celle du taux de change effectif réel. Nous constatons que la durée d'ajustement, quel que soit le taux de change étudié, à un choc structurel, réel ou nominal, est relativement rapide et ne dépasse pas 3 ans. Elle est même inférieure à 1 an dans la plupart des cas.

Au vu de l'ensemble des résultats, la Suisse pourrait dès lors s'ancrer à l'euro mais perdrait, en partie, son autonomie monétaire.

5. Conclusion

La posture politique de la Suisse à l'égard de l'UE s'apparente dans ce pays à un « psychodrame » permanent, au sens où les Suisses hésitent depuis de nombreuses années quant à la politique européenne « adéquate » à adopter. Cet article a tenté d'en rendre compte sous un aspect souvent peu mis en avant, c'est-à-dire monétaire, et plus précisément à travers la perspective d'un ancrage officiel du franc suisse à l'euro. En effet, si la Suisse est non membre de l'UE et bien qu'elle possède une orientation internationale de ses échanges, son économie reste malgré tout fortement dépendante des échanges économiques et financiers avec l'UE et plus particulièrement avec la zone euro.

Or cette dépendance élevée se traduit par une forte exposition de la Suisse aux variations du taux de change franc suisse/euro, avec des répercussions négatives pour de nombreux agents économiques. Cette contrainte monétaire extérieure est renforcée par le fait que le franc suisse joue un rôle de valeur refuge internationale, avec comme conséquence une appréciation soudaine et massive face aux principales devises internationales, dont l'euro. Les récentes turbulences au sein de la zone euro ont ainsi provoqué un tel phénomène, qui a obligé les autorités monétaires helvétiques à réagir en intervenant sur le marché des changes, mais avec une faible efficacité et à un coût élevé.

C'est pourquoi, compte tenu de la volonté politique helvétique de ne pas adhérer à l'UE et à la zone euro, qui serait pourtant une solution pour mettre fin à ces variations nominales de la parité franc suisse/euro, nous avons cherché à savoir dans cet article si un ancrage officiel du franc suisse à l'euro pourrait constituer une alternative crédible et viable pour la Suisse. Nos tests économétriques montrent que ce serait le cas, mais avec une contrepartie importante, à savoir une diminution significative de l'autonomie monétaire du pays.

En conséquence, comme la Suisse et sa Banque centrale nationale ont une solide réputation de crédibilité monétaire, il conviendrait de poursuivre les investigations quant au degré et aux implications de la diminution de l'autonomie monétaire du pays. En particulier, de futures études devraient chercher à quantifier les effets d'un tel ancrage officiel sur le « bonus » suisse de taux d'intérêt, sous différents aspects « techniques » d'un tel régime de change, c'est-à-dire ancrage souple ou rigide, avec des bandes de fluctuations ajustables ou pas,...

Bibliographie

Artis M. and Rose R. (2002), “ Currency Choices in an Interdependent World: Lessons from Countries In and Out of the Euro ”, *Journal of Public Policy*, Volume 22, n° 2, May – August, pp 143 – 159.

Baldwin R. (2006) “ In or Out: Does It Matter ? An Evidence-Based Analysis of the Euro's Trade Effects ”, *Centre for Economic Policy Research*, London.

Beck G. and Weber A. (2003), “ How Wide are Europeans Borders? On the Integration Effects of Monetary Unions ”, *Center of Financial Studies Economic Paper*, n° 2001/7.

Beetsma R. and Giuliodori M. (2010), “ The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and Other Monetary Unions: An Overview of Recent Research”, *Journal of Economic Literature*, Volume 48, n° 3, pp 603 – 641.

Conseil fédéral (1999), *Suisse – Union européenne. Rapport sur l'intégration 1999*, Berne, 3 février.

Conseil fédéral (2004), « L'élargissement de l'UE et l'extension de l'accord sur la libre circulation des personnes », Département fédéral de justice et police suisse, Mai.

Conseil fédéral (2006), *Rapport Europe 2006*, Berne, 28 juin.

Economiesuisse (2006), « Croissance économique et adhésion de la Suisse à l'UE », 16 janvier.

Fischer A. (1999), « Les effets de la volatilité des changes sur le commerce extérieur de la Suisse : estimations à partir d'un modèle à variables multiples », *Bulletin trimestriel de la BNS*, n° 2.

Fischer A. (2003), “ Fluctuations in the Swiss Franc: What has Changed Since The Euro's Introduction ? ” BNS Working Papers, n° 02.03.

Frankel J. and Rose A. (1997), “ The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria ”, *NBER Working Papers*, n° 5700, September 24th.

Frankel J. (2007), “Getting Carried Away: How the Carry Trade and Its Potential Unwinding Can Explain Movements in International Financial Markets”, *Milken Institute Review*, November 19th.

Galati G., Heath A. and McGuire P. (2007), « Mise en évidence du carry trade », Rapport trimestriel BRI, septembre.

Ganser D., Rentsch H. et Wagschal U. (2003), *Cavalier seul. La Suisse 10 ans après le non à l'EEE*, Avenir Suisse, Zürich, Editions Labor et Fides.

Genberg H. (2000), “ Switzerland and European Monetary Integration: Challenges and Options ”, *National Research Program*, Foundations and Possibilities of Swiss Foreign Policy, Berne, September.

Gstöhl S. (2002), *Reluctant Europeans. Norway, Sweden and Switzerland in the process of integration*, Lynne Rienner Publishers, London.

Guerra R. (2003), “ Nonlinear Adjustment towards Purchasing Power parity: The Swiss Franc – German Mark Case ”, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, n° 139, pp 83 – 100.

Hildebrand P. (2004), “ Inside Europe, outside EMU : Lessons and outlook ”, The British Swiss Chamber of Commerce, Genève, April 23th.

Hochreiter E. and Siklos P. (2004), “ From Floating to Monetary Union : The Economic Distance Between Exchange Rate Regimes ”, SUERF, The European Money and Finance Forum, Vienna.

- Jochum C. and Savioz M. (2005), “ A Strange Animal ? The Swiss Franc Exchange Rate as a Captured Random Walk ”, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, volume n° 141 (4).
- Krugman P. (1991), “ The Move toward Free Trade Zones ”, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, pp 7 – 58.
- Kugler P. and Weder B. (2000), “ The Swiss Interest Rate Puzzle: Why are Returns on Swiss Assets so low ? ”, *Working Paper*, Department of Economics, University of Basle, March.
- Kugler P. and Weder B. (2002), “ The Puzzle of the Swiss Interest Rate Island : Stylised Facts and a New Interpretation ”, *Aussenwirtschaft*, n° 57.
- Kugler P. and Weder B. (2004), “ International Portfolio Holdings and Swiss Franc Asset Returns ”, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, n ° 127, 301 – 325.
- Rinaldo A. and Söderlind P. (2007), “ Safe Haven Currencies ”, *Discussion Paper*, n° °22, Universität St-Gallen, May.
- Reinhart C. and Rogoff K. (2004), “ The Modern History of Exchange Rate Arrangements : A Reinterpretation ”, *The Quarterly Journal of Economics*, volume CXIX, Issue 1, February.
- Roth J.-P. (1999), « Le franc suisse au cœur de l’Euroland », *Centre for European Policy Studies*, Bruxelles, 20 avril.
- Sfreddo C. (2002), « Pourquoi les taux d’intérêt réels sont-ils si bas en Suisse ? », *Institut de macroéconomie appliquée*, Créa, Ecole des Hautes études commerciales, Lausanne, Automne, pp 1 – 37 (Partie 2).
- Stulz J. (2007), “ Exchange rate pass-through in Switzerland : Evidence from vector autoregressions”, *Swiss National Bank Economic Studies*, n° 4, Zürich.
- UBS (2000), “ The Future of the Swiss Franc. Independence or clinging to the euro boat ? ”, *UBS Group Economic Research Studies*, October.