

Chapitre 2

La signification du colossal excédent des paiements courants de la Suisse

La Suisse affiche depuis fort longtemps un excédent des paiements courants. Toutefois, au cours des 15 dernières années, cet excédent a atteint des niveaux quasiment sans précédent pour la zone OCDE. Dans le présent chapitre, nous examinons cet excédent tant sous l'angle de la balance des paiements que dans l'optique de l'excédent de l'épargne nationale sur l'investissement intérieur. Nous recherchons ensuite les explications possibles de cette hausse, et tentons de déterminer si elle résulte dans quelque mesure que ce soit de défaillances des marchés, des institutions ou de l'action publique pouvant exiger la mise en œuvre de réformes. Nous soulevons divers problèmes de mesure importants, mais notre principale recommandation est que les autorités devraient se préparer à la forte appréciation du franc suisse qui pourrait se produire dès lors que les investisseurs engagés dans des opérations de portage (« carry trade ») dénoueraient leurs positions. Dans cette optique, elles devraient examiner la situation des marchés du travail, des capitaux et des produits afin de veiller à ce qu'ils soient aussi flexibles que possible et à ce que la mobilité des facteurs de production soit maximale, tant en termes géographiques que sectoriels. Cela permettra un ajustement en douceur de l'économie en cas de hausse du taux de change.

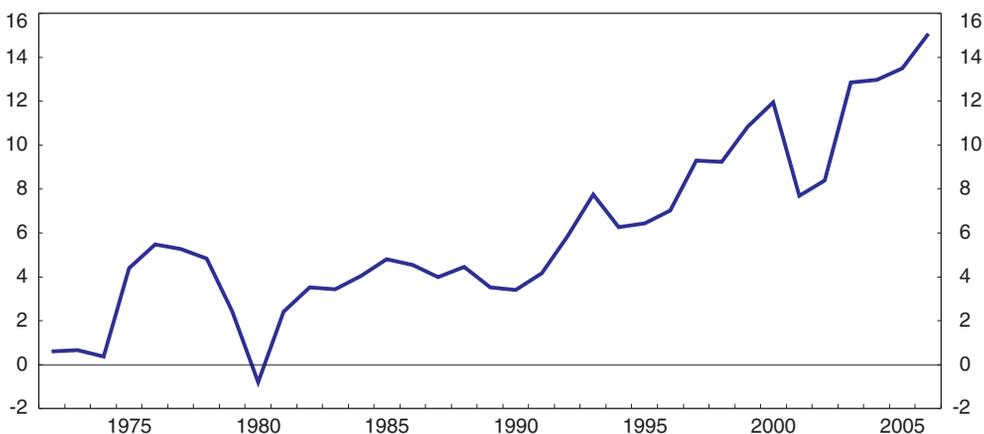
Évolution récente de la balance des paiements de la Suisse

L'excédent extérieur courant considérable affiché de longue date par la Suisse enregistre depuis 1991 une hausse qui s'est accélérée à partir de 2002

La Suisse affiche depuis fort longtemps un excédent des paiements courants. Avant les années 90, cet excédent était relativement stable en pourcentage du PIB, s'établissant en moyenne aux alentours de 4 %. Toutefois, il a entamé en 1991 une ascension quasiment ininterrompue, qui a atteint un point culminant extraordinaire de 15,6 % du PIB en 2006 (graphique 2.1)¹. De fait, ce chiffre constitue un record sans précédent pour les pays de l'OCDE, exception faite de la Norvège – qui n'a cependant atteint un tel niveau qu'une seule fois, en 2006, grâce à l'importance de ses recettes pétrolières. La Suisse ne dispose cependant d'aucune ressource naturelle particulière. Son excédent devrait donc davantage se prêter à une analyse économique classique. La question qui se pose en l'occurrence est de savoir quelles sont les raisons de cette évolution, si cet excédent est une bonne chose pour la Suisse et, dans le cas contraire, quelles défaillances du marché ou de l'action publique pourraient être en cause et quelles mesures devraient être prises pour y remédier.

Graphique 2.1. **Évolution du solde des paiements courants**

En pourcentage du PIB



StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/138767606741>

Source : OCDE, Base de données des Principaux indicateurs économiques.

Si l'on considère les composantes classiques de la balance des paiements courants, il est clair que, même si le poste des biens et surtout celui des services hors revenus des facteurs² affichent un excédent en légère augmentation depuis 15 ans, le principal moteur de la hausse de l'excédent des paiements courants réside dans l'évolution des revenus des facteurs et plus particulièrement des revenus d'investissements³. Ainsi, le solde de 59 milliards de CHF des revenus d'investissements représentait 80 % de l'excédent total des paiements courants en 2006 (tableau 2.1), et seuls le Japon et le Royaume-Uni devançaient la

Tableau 2.1. **Balance suisse des paiements en 2006**

En milliards CHF

		Transferts en capital	-3.4
Transactions courantes	73.6	Mouvements de capitaux	-90.9
<i>dont :</i>		<i>dont :</i>	
Biens	5.1	Investissements directs	-54.4
Services hors revenus des facteurs	33.2	<i>dont :</i>	
<i>dont :</i>		Capital social	-37.8
Tourisme	1.0	Bénéfices réinvestis	-11.9
Commissions bancaires	13.1	Investissements de portefeuille	-53.5
Revenus du travail	-11.0	<i>dont :</i>	
Revenus d'investissements	59.2	Titres de créance	-36.7
<i>dont :</i>		Titres de participation	-16.8
Investissements directs	41.2	Autres mouvements de capitaux	21.2
Investissements de portefeuille	13.9	<i>dont :</i>	
Transferts courants	-12.9	Crédits des banques commerciales	23.5
		Crédits des entreprises	15.1
		Variation des réserves monétaires	-0.4
		Erreurs et omissions nettes	20.7

Source : Banque nationale suisse (2007), « Balance suisse des paiements – 2^e trimestre de 2007 ».

Suisse à cette aune. Ces recettes étaient avant tout imputables aux investissements directs, mais les investissements de portefeuille et les autres revenus d'investissements ont également joué un grand rôle. En outre, même si les comptes de la Suisse sont naturellement conformes aux normes méthodologiques internationales, celles-ci se traduisent par des distorsions sensibles en ce qui la concerne (comme indiqué dans l'encadré 1.2)⁴ : les bénéfices réalisés à l'étranger par des entreprises multinationales dont le siège se trouve en Suisse sont en effet imputés à la Suisse, même si les propriétaires ultimes de ces sociétés résident dans une large mesure à l'étranger (comme, par exemple, les nombreux investisseurs de Nestlé qui résident hors de Suisse). Il est impossible d'évaluer ce phénomène avec précision, mais des calculs de la banque centrale montrent que la correction de ce facteur du seul côté des paiements réduirait l'excédent courant de 4¼ points de PIB environ, de sorte que le véritable solde de 2006 serait en définitive plus proche de 11 % du PIB (BNS, 2007, tableau 9). Le FMI estime, quant à lui, que la part de l'excédent des transactions courantes attribuable en réalité à l'étranger pourrait aller jusqu'à 7 points de PIB (FMI, 2007). Il s'agit naturellement de chiffres bruts, et la même distorsion vaut pour les données relatives aux autres pays et aux détenteurs suisses de parts du capital de multinationales étrangères. De fait, si l'on utilise les chiffres publiés dans le rapport annuel de la BNS sur la balance des paiements de 2006⁵, la correction correspondante du côté des recettes serait probablement proche de 1½ point de PIB, ce qui donne un ajustement net de moins de 3 points de PIB et une balance courante ajustée proche de 13 % du PIB.

S'agissant des mouvements de capitaux, les nombreuses grandes entreprises multinationales suisses affichent des bénéfices considérables, ce qui se traduit par des sorties nettes d'investissements directs hors normes; en 2006, les flux sortants ont été compensés dans une certaine mesure par des investissements directs étrangers en Suisse⁶. Par ailleurs, les investissements suisses de portefeuille à l'étranger, tant sous forme de titres de créance que de participation, dépassent de très loin les flux d'investissements inverses. Cela concorde avec l'hypothèse selon laquelle ces mouvements de capitaux seraient liés à une diversification des portefeuilles : comme ailleurs, la préférence pour les placements nationaux (qui se traduit par un potentiel de

diversification inexploitée) recule régulièrement, mais on estime qu'elle n'a pas totalement disparu. Les autres postes constitutifs du solde des mouvements de capitaux correspondent pour l'essentiel aux activités de prêt et d'emprunt des banques commerciales et des entreprises. En 2006, elles ont résidé principalement dans une augmentation des crédits contractés par des sociétés non financières et des banques suisses auprès de banques étrangères. Enfin, l'accumulation de réserves monétaires a souvent constitué une autre contrepartie de l'excédent des paiements courants, mais elles ont très peu varié en 2006. Cela cadre avec le profil d'évolution du franc suisse : soumis à des pressions semi-constantes à la hausse pendant la plus grande partie de la période consécutive aux accords de Bretton Woods, sa hausse tendancielle semble avoir pris fin il y a de cela quelques années, parallèlement à la progression régulière des opérations de portage (généralement désignées sous le nom de « *carry trade* »), examinées ci-après. Par rapport à l'euro, la valeur du franc suisse diminue depuis cinq ans, et la baisse de son taux de change effectif depuis le point haut du début de 2003 a atteint près de 8 % en termes cumulés.

Au cours des dix dernières années, l'augmentation de l'excédent des paiements courants a été essentiellement alimentée par l'accroissement de l'épargne nationale

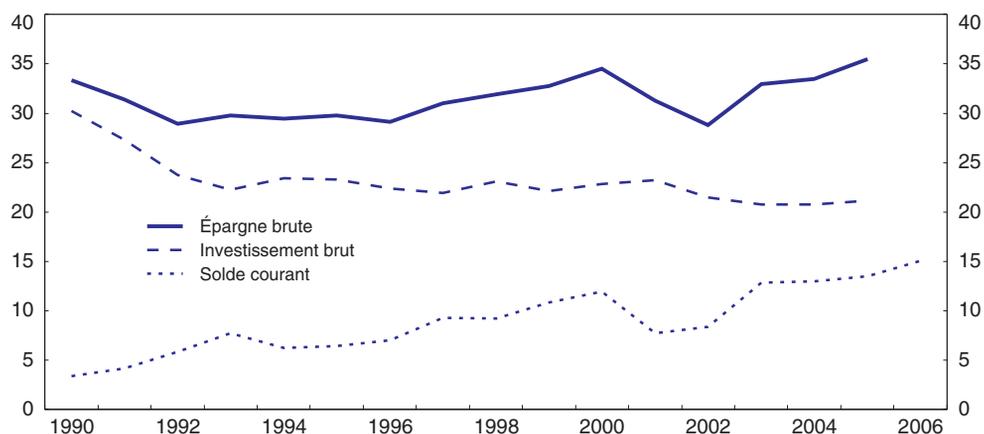
L'excédent des paiements courants correspond également à l'excédent de l'épargne nationale brute sur l'investissement national brut. Alors qu'au début des années 90, ces deux agrégats diminuaient en proportion du PIB, le taux d'épargne nationale a commencé à augmenter vers le milieu des années 90, pour atteindre environ 35 % du PIB en 2000 (graphique 2.2), bien que ce chiffre puisse être surestimé en raison du poids des étrangers dans le capital des multinationales suisses (encadré 1.2). L'investissement n'ayant pas connu une telle évolution à la hausse en pourcentage du produit intérieur brut, le solde des paiements courants s'est envolé. Après une brève interruption en 2001-02, marquée par une baisse du taux d'épargne, le taux d'investissement national a également commencé à diminuer en 2002, et la différence entre les deux a recommencé à se creuser. On ignore pour le moment à quelle composante est imputable la dernière hausse de l'excédent des paiements courants, les données sur l'épargne et l'investissement relatives à 2006 n'étant pas encore disponibles.

Cette augmentation de l'épargne est imputable dans une large mesure aux sociétés financières et, plus récemment, aux administrations publiques

Si l'on examine de plus près la situation par catégorie d'agents économiques (graphique 2.3), on constate que ce sont les ménages qui représentent depuis longtemps la plus grande part de l'excédent de l'épargne sur l'investissement, même si leur poids relatif a diminué ces dernières années. Cela tient en partie à l'ampleur et à la maturité du système de retraite : l'épargne-retraite du deuxième pilier représente environ la moitié du patrimoine financier des ménages⁷. Les administrations publiques ont affiché un déficit d'épargne pendant l'essentiel des années 90, puis enregistré une série d'excédents avant de se retrouver de nouveau en déficit en 2003-04. Bien que les chiffres ultérieurs ne soient pas définitifs, il semble hautement probable que l'épargne nette des administrations publiques soit redevenue positive en 2005-06. Parallèlement, l'investissement public a diminué régulièrement en pourcentage du PIB depuis le début des années 90, accusant une baisse cumulée de l'ordre de 1¼ point de PIB (correspondant à une diminution d'environ un tiers par rapport à son niveau de 1991). Comme on pouvait s'y attendre, les résultats des sociétés ont été fortement corrélés au cycle économique, quoique principalement pour les

Graphique 2.2. Évolution de l'épargne, de l'investissement et du solde des paiements courants

En pourcentage du PIB



StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/138775376403>

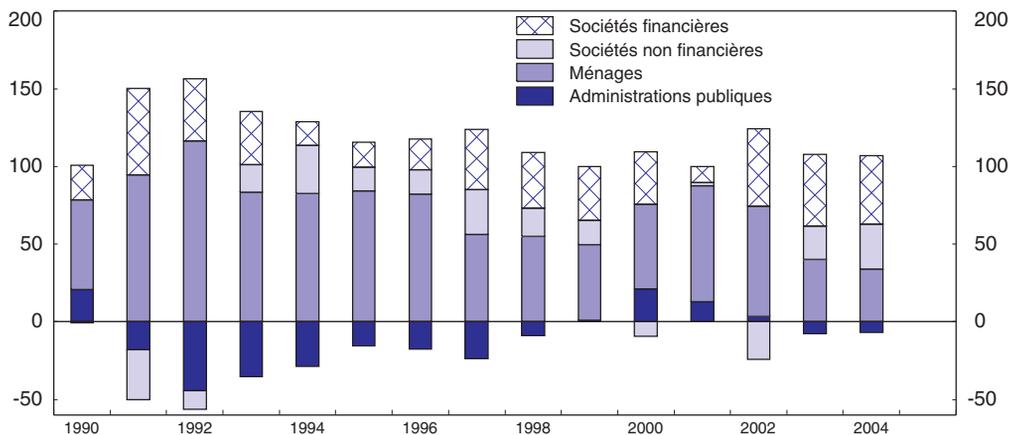
Sources : Bureau Fédéral de la Statistique et OCDE, Base de données des comptes nationaux annuels.

sociétés non financières. Pour leur part, les sociétés financières ont apporté une contribution plus importante à l'excédent d'épargne en termes absolus que leurs homologues non financières tout au long de la dernière décennie. En fait, ces dernières années, elles ont rattrapé les ménages⁸ et sont devenues du même coup les principales contributrices à l'excédent d'épargne⁹. D'un point de vue comptable, la situation a surtout évolué du côté de l'épargne : les sociétés ont accru la part de leurs revenus consacrée à l'épargne depuis la dernière récession (comme dans la plupart des autres pays de l'OCDE), ainsi que l'illustre l'envolée de leurs taux de rentabilité. Les taux d'investissement ayant été par ailleurs relativement stables, la part investie de l'épargne des sociétés a diminué, notamment en termes nets. Les entreprises ont préféré distribuer des dividendes ou consolider leurs bilans en se désendettant. Ce faisant, elles sont sans doute devenues attractives en tant que cibles potentielles d'opérations de rachat par des intérêts étrangers, notamment par des sociétés de capital-investissement, et ce d'autant plus que le franc suisse s'est fortement déprécié par rapport à l'euro.

La Suisse ayant enregistré des excédents persistants des paiements courants, compensés par des sorties de capitaux, elle affiche aujourd'hui une position extérieure nette impressionnante (de l'ordre de 520 milliards de CHF – c'est-à-dire 114 % de son PIB fin 2005, soit le niveau le plus élevé de la zone OCDE)¹⁰. En pourcentage du PIB, la Suisse se caractérise d'ailleurs par des avoirs¹¹ et des engagements extérieurs bruts extrêmement volumineux pour la zone OCDE, puisqu'elle n'est devancée à cet égard que par l'Irlande (graphique 2.4). Ces avoirs et ces engagements sont à l'origine des flux considérables de revenus d'investissements susmentionnés. Selon la Banque nationale suisse (BNS), qui élabore les statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure nette, la catégorie d'avoirs bruts la plus importante est celle des crédits et autres actifs étrangers (40 %), suivie par les investissements de portefeuille (36 %), les investissements directs (21 %), et enfin les réserves monétaires (3 %). Quant aux engagements, il s'agit pour près de la moitié de crédits accordés aux banques et à d'autres entreprises. Une fois calculée la position extérieure nette, il s'avère que la Suisse détient essentiellement des positions en matière d'investissements directs (65 % de sa position extérieure nette) et

Graphique 2.3. Répartition de l'excédent d'épargne dans l'économie suisse

En pourcentage de l'épargne nette totale

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/138886550760>

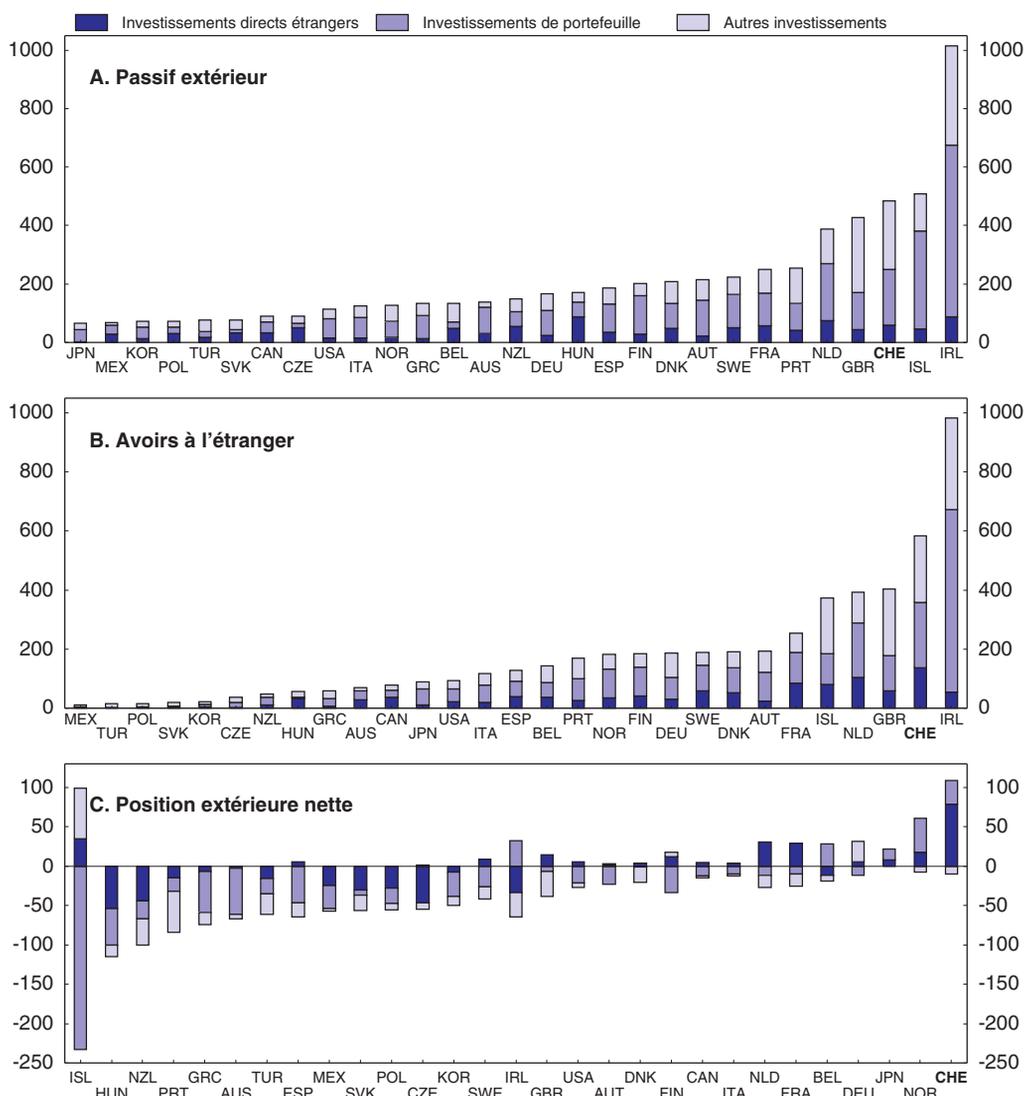
Sources : Bureau Fédéral de la Statistique et OCDE, Base de données des comptes nationaux annuels.

d'investissements de portefeuille (31 %). La seconde catégorie cache toutefois un déséquilibre, puisque la Suisse affiche une position créditrice pour les titres de créance (77 % de sa position extérieure nette) qui est en partie compensée par une position débitrice en matière de titres de participation (-45 %). Une ventilation des actifs par monnaie¹² montre que les avoirs en dollars des États-Unis arrivent en première position, suivis d'assez près par les avoirs en euros. La majorité des engagements sont libellés en francs suisses, les éléments de passif en dollars et en euros arrivant loin derrière. Enfin, on ne dispose que d'une ventilation limitée par secteur institutionnel, mais elle montre qu'un sixième de la position extérieure nette de la Suisse est imputable à ses banques, qui devancent légèrement la BNS. Il est notable que la position débitrice nette des administrations publiques a régulièrement augmenté ces dernières années, puisqu'elle est passée de 10 milliards CHF environ fin 2001 à près de 50 milliards CHF fin 2005, malgré l'amélioration du solde budgétaire (voir le chapitre 3).

Toutefois, l'aspect le plus déconcertant de ces comptes réside assurément dans le fait que ces excédents volumineux et persistants des paiements courants n'ont pas débouché sur une amélioration correspondante de la position nette de la Suisse (Stoffels et Tille, 2007). Ce « découplage » a débuté au début du siècle : entre 1999 et 2005, les sorties financières nettes cumulées ont représenté 81.3 % du PIB de 2005, mais d'après les estimations de la BNS, la position extérieure nette n'a augmenté que de 2.1 points de PIB. L'écart dépasse 300 milliards CHF. Ainsi, au cours de la seule année 2005, pour laquelle le compte des mouvements de capitaux affichait un déficit de 84 milliards CHF et le compte courant un excédent de 63 milliards CHF, la BNS montre que la position extérieure nette a diminué de 15 milliards CHF.

Divers facteurs pourraient expliquer ce phénomène :

- *Les changements de valeur.* Il est clair que la fluctuation des taux de change empêche toute égalité entre données de stocks et de flux. Dans la mesure où la plupart des avoirs de la Suisse sont libellés en devises, tandis que l'essentiel de ses engagements sont libellés dans sa propre monnaie, il est évident que si le taux de change du franc suisse s'apprécie, la valeur des avoirs de la Suisse s'en ressentira. Or, entre 1999 et 2005, le taux

Graphique 2.4. **Position extérieure globale**En pourcentage du PIB, en 2006 ou la dernière année pour laquelle des données étaient disponibles¹StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/140000883200>

1. 2005 pour l'Autriche, l'Irlande, la Norvège, les Pays-Bas, la Pologne, la Suède et la Turquie; 2003 pour la République slovaque.

Sources : FMI, base de données sur les Statistiques financières internationales, et calculs de l'OCDE fondés sur la Base de données du n° 82 des *Perspectives économiques* (à paraître).

de change s'est apprécié de 13 % (avec pondération en fonction des échanges). Par ailleurs, et c'est là sans doute la principale explication du résultat de 2005, les avoirs étrangers en actions suisses et les avoirs suisses en actions étrangères dégagent des plus-values et des moins-values. Dans une perspective à plus long terme, selon Stoffels et Tille (2007), ces effets de valorisation n'expliquent qu'une faible proportion de la différence de position nette (environ 30 % au total, à raison de 23 % pour les variations de taux de change et 7 % pour les variations de prix des actifs). Une fois les investissements directs évalués au prix estimé du marché (et pas à leur valeur comptable comme dans les statistiques de position internationale), ces auteurs montrent

que les effets de valorisation éclaircissent davantage le mystère, puisqu'ils expliquent presque exactement la moitié de l'écart total.

- *Les problèmes de mesure.* Une distorsion évidente tient au fait que les données officielles suisses sont calculées uniquement à partir d'estimations à la valeur comptable des investissements directs étrangers. Toutefois, après avoir essayé de procéder à une correction en fonction des prix du marché, Stoffels et Tille (2007) parviennent à la conclusion que cet ajustement serait défavorable : la position extérieure nette de la Suisse enregistrerait en fait une *dégradation* représentant 33.8 points de PIB de 2005, en lieu et place de la légère amélioration mise en évidence par les données officielles, ce qui donnerait un écart de 112 % du PIB de 2005¹³. Par ailleurs, des questions méthodologiques sont également soulevées par les améliorations périodiques apportées par la BNS à ses procédures. Ainsi, le champ de l'enquête réalisée pour estimer les positions d'investissement direct a été élargi en 2004, ce qui s'est traduit par une réduction de 11.3 milliards CHF des avoirs extérieurs nets (soit environ 2.5 points de PIB de 2005), sans changement correspondant au niveau des flux financiers (Stoffels et Tille, 2007, note de bas de page n° 24)¹⁴. De même, il est possible que les données de flux n'intègrent pas certains éléments, tels que le remboursement du principal des emprunts obligataires étrangers arrivant à échéance. Cela concorderait avec l'ampleur des erreurs et omissions positives indiquées dans la balance des paiements (correspondant à des sorties nettes de capitaux supérieures à l'excédent des paiements courants, déduction faite des transferts en capital).

Si l'on examine les effets de valorisation année par année, il apparaît que les fluctuations des taux de change ont joué un rôle relativement important en 2001-04, mais la dépréciation du franc observée en 2005 va dans la mauvaise direction. Des indices généraux de prix des actifs montrent que les investissements suisses à l'étranger ont été moins rentables que les investissements étrangers en Suisse, principalement en 2000 et 2005. Toutefois, c'est la fraction inexplicée de l'effet de valorisation total qui a constamment contribué à réduire la valeur des avoirs extérieurs nets de la Suisse depuis fin 1999, alors que le contraire avait été la norme au cours des années précédentes. On notera toutefois qu'avant 1998 les flux financiers sur certains avoirs étaient essentiellement calculés en variation de la position (Stoffels et Tille, 2007).

Par ailleurs, ce découplage amène à s'interroger sur les implications qu'il peut avoir pour les revenus de la nation suisse. Ces revenus correspondent au rendement classique des actifs, tel que mesuré dans le compte des revenus d'investissements, auquel s'ajoutent les changements de valeur. Stoffels et Tille (2007) montrent que sur la période de six ans allant de 2000 à 2005, le rendement au sens strict des actifs de la Suisse excédait celui de ses engagements de plus d'un point de pourcentage¹⁵, reflétant dans une large mesure la situation observée aux États-Unis (Jarrett, 2005). Toutefois, une fois pris en compte les gains et pertes de valeur que nous venons d'évoquer, on obtient un écart de -0.8 point de pourcentage. Autrement dit, s'il faut en croire ces chiffres, les investisseurs suisses qui ont placé de l'argent à l'étranger dans un souci de diversification de leurs portefeuilles et pour des raisons de taux de rendement ont obtenu des résultats bien plus médiocres que les investisseurs étrangers qui ont misé sur le marché suisse, même si dans ce dernier cas la maturité et l'intensité capitalistique de l'économie suisse ont beaucoup joué.

Quelles pourraient être les causes de cet excédent colossal?

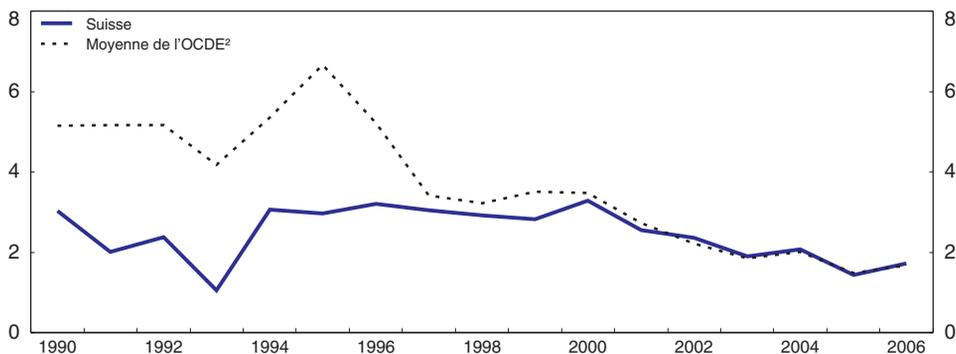
Dans la mesure où l'excédent des paiements courants constitue de longue date un trait caractéristique des comptes extérieurs de la Suisse, ses causes ne peuvent résider exclusivement dans un phénomène récent. Néanmoins, jusqu'à une quinzaine d'années de cela, il représentait en moyenne moins de 4 % du PIB, soit un niveau fréquemment observé dans de nombreux autres pays de l'OCDE. C'est l'envolée constatée depuis le début des années 90 qui revêt un caractère véritablement exceptionnel et appelle une interprétation. Comme indiqué plus haut, le taux d'épargne nationale a augmenté de 1992 à 2000, puis diminué avant de rebondir. Quoi qu'il en soit, s'établissant aux alentours de 36 % du PIB en 2005, il place la Suisse dans le peloton de tête de la zone OCDE (aux côtés de la Norvège et de la Corée), et il est approximativement trois fois plus élevé que le taux d'épargne des pays situés en fin de classement (même si les chiffres officiels suisses sont probablement entachés d'un biais par excès, lié à l'erreur de mesure évoquée ci-dessus). Comment l'expliquer? Contrairement à la Norvège, qui affiche aujourd'hui un revenu indéniablement supérieur à son niveau de long terme grâce à ses recettes pétrolières, la Suisse n'est *a priori* pas dans une situation qui justifierait d'analyser son excédent en termes de « revenu permanent ». Théoriquement, une différence d'évolution démographique pourrait expliquer en partie cet écart, mais les éléments disponibles indiquent de manière assez claire que le rythme auquel s'exerceront les futures pressions liées au vieillissement démographique ne sera pas plus rapide en Suisse que dans les autres pays de l'OCDE, voire plutôt moins (OCDE, 2006a).

D'autres pistes de réflexion sont toutefois plus prometteuses. *Premièrement*, il est notoire que le deuxième pilier du système de retraite suisse, c'est-à-dire l'épargne-retraite obligatoire, est très développé (voir le chapitre 3). Il représente la moitié de l'épargne totale des ménages et environ 15 % de l'épargne nationale brute, même si cette proportion était nettement plus forte au cours des années 90. Les actifs des organismes de retraite du deuxième pilier (et les placements en assurance-vie) représentaient déjà plus de 150 % du PIB en 2004, soit la proportion la plus élevée de la zone OCDE. Environ 44 % de ces actifs étaient alors détenus à l'étranger, dont une majorité en devises. Pour le moment, les revenus de ces actifs n'ont pas à être déboursés et il serait difficile de trouver sur le marché national des possibilités attractives de placement de ces revenus. *Deuxièmement*, il faut tenir compte d'un élément multiplicateur, puisque la charge fiscale correspondante est différée : le régime classique d'imposition de l'épargne-retraite appliqué en Suisse est le système EET (exonération des cotisations de retraite, exonération des revenus des investissements, et taxation des pensions de retraite), qui est généreux, mais n'a rien d'exceptionnel (et cette générosité n'a probablement guère d'effet sur l'épargne nationale, puisque cet avantage fiscal est simplement susceptible d'entraîner un transfert d'épargne du secteur public vers le secteur privé¹⁶). Reste qu'un régime fiscal courant peut prendre un caractère inhabituel lorsqu'il s'applique à un système d'épargne-retraite obligatoire de grande envergure (voir le chapitre 3). En outre, l'épargne-retraite n'est pas assujettie aux droits de succession (OCDE 1999, encadré 1). Par ailleurs, étant donné l'absence de taxation des plus-values sur les investissements de portefeuille des personnes physiques et des organismes de retraite¹⁷, l'épargne bénéficie d'un régime fiscal plus généreux que dans les pays où il existe un tel impôt. *Troisièmement*, étant donné que la plupart des actifs étrangers sont libellés en devises, dont les pays émetteurs pratiquent de longue date des taux d'intérêt plus élevés que la Suisse (pour compenser les pertes subies par les investisseurs du fait de leurs taux moyens d'inflation plus élevés), et que, inversement, la plupart des

engagements de la Suisse sont libellés dans sa propre monnaie, une partie des entrées nettes de revenus d'intérêts (et l'accroissement de l'épargne nationale qui va de pair) équivaut simplement au rendement du capital engrangé par les prêteurs suisses. Selon des estimations non publiées de la banque centrale, cela pourrait représenter jusqu'à 20 milliards CHF par an (4.4 points de PIB, soit près d'un quart du total). Cela étant, lorsque l'épargne n'est pas placée sous forme d'actifs étrangers, c'est en fonction du niveau anticipé des taux d'intérêt et des rendements réels nationaux qu'elle évolue. S'il est difficile d'observer les taux *ex ante*, les données rétrospectives sur les taux réels pratiqués en Suisse montrent qu'ils sont généralement bas pour la zone OCDE, mais cet écart – à tout le moins pour les obligations d'État à long terme – s'est fortement réduit voilà une dizaine d'années, et les taux locaux sont maintenant quasiment identiques à la moyenne de l'OCDE (graphique 2.5) lorsqu'on les mesure – même grossièrement – uniquement sur la base du taux d'inflation sur une période donnée (graphique 2.5)¹⁸. En conséquence, il est possible que les incitations à épargner se soient renforcées en termes relatifs, les étrangers étant plus réticents à détenir des actifs suisses caractérisés par des anticipations de rendements réels plus faibles. Enfin, l'épargne peut reposer sur un motif de précaution, auquel cas elle devrait augmenter parallèlement à la volatilité des revenus. La volatilité de la croissance du PIB réel peut constituer à cet égard une variable indicatrice, même si elle demeure imparfaite. En calculant l'écart type du taux de croissance réel (graphique 2.6), on constate que la volatilité

Graphique 2.5. Taux d'intérêt réel à long terme¹

En pourcentage

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/140018705435>

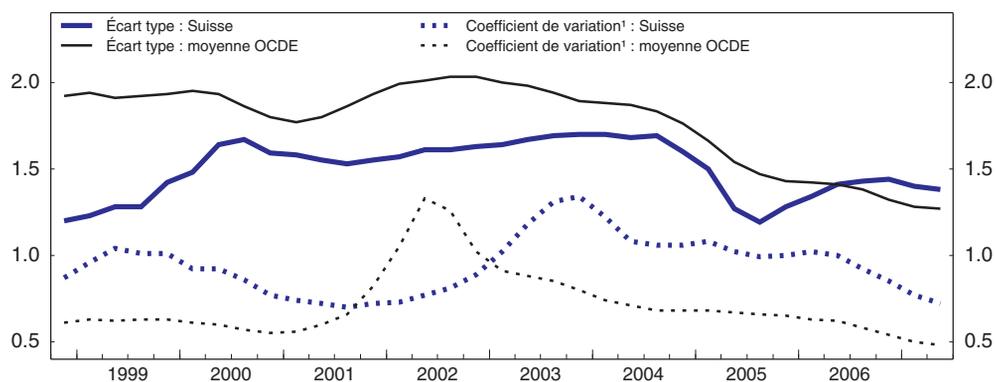
1. Mesuré par le rendement des obligations d'État à 10 ans, diminué du pourcentage de variation retardée de l'indice implicite des prix du PIB.
2. Hormis la Grèce, la Hongrie, le Luxembourg, la Pologne, la République slovaque, la République tchèque et la Suisse.

de l'expansion économique suisse est inférieure à la moyenne, mais que son avantage en la matière n'a cessé de se réduire et qu'il a en fait disparu durant l'année écoulée. Toutefois, même cette mesure peut être équivoque, car l'écart-type soulève un problème d'échelle : si l'on se fonde en revanche sur le coefficient de variation, la volatilité de l'économie suisse a été en fait plus marquée qu'en moyenne dans la zone de l'OCDE.

Dans une perspective à plus long terme, la faiblesse du taux d'investissement de la Suisse semble également digne d'intérêt : le poids relatif de l'investissement en pourcentage du PIB a fortement diminué au cours de la récession du début des années 90 (de l'ordre de 8 points de produit intérieur brut), est resté relativement stable au cours du

Graphique 2.6. Volatilité de la croissance du PIB réel

Taux de croissance en glissement annuel

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/140021586301>

1. Écart type divisé par la moyenne.

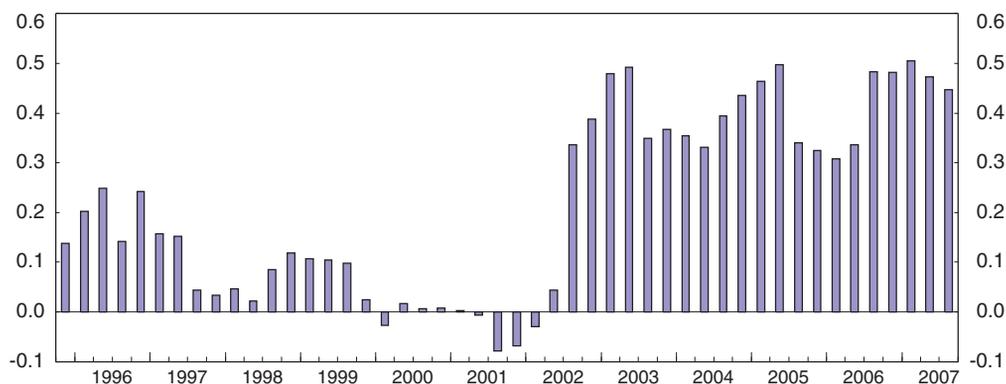
redressement qui a suivi, puis a baissé de nouveau au cours de la dernière phase de ralentissement économique, pour s'établir à un peu plus de 20 % du PIB. La moyenne des pays de l'OCDE a suivi une évolution similaire, mais ses baisses ont été nettement plus limitées et ses rebonds plus marqués. Ainsi, la Suisse est passée en tant qu'investisseur d'une position supérieure à une position inférieure à la moyenne en 1999, cette infériorité s'étant accentuée à partir de 2003. En 2004-05, elle accusait un retard de plus d'un point de PIB par rapport à la moyenne simple des pays de l'OCDE, correspondant à un glissement de 6 points de produit intérieur brut depuis 1990.

Nombreux sont ceux qui pensent en Suisse que la faiblesse du taux d'investissement tient à la maturité du pays et à son niveau de revenu : ils font valoir que le rendement escompté du capital est probablement plus modeste en Suisse que dans nombre d'autres économies du monde parce que le stock de capital existant y est déjà important par rapport à la production. Néanmoins, la corrélation mise en évidence entre les taux d'investissement et les niveaux de revenu est ténue, même si la Suisse ne semble pas constituer un élément atypique à cet égard¹⁹. Par ailleurs, malgré le fait que les organismes publics de statistique se fondent sur des hypothèses méthodologiques différentes pour élaborer leurs séries de données agrégées sur le stock de capital national²⁰, ce qui implique que toute comparaison internationale doit être effectuée avec une grande prudence, on peut voir que l'intensité de capital semble effectivement assez élevée en Suisse²¹. Reste à savoir pourquoi une économie parvenue à maturité ne parvient pas à tirer parti de sa situation géographique centrale et de sa main-d'œuvre bien formée, ainsi que de ses marchés de capitaux étoffés, pour avoir un taux d'investissement relativement élevé. La faiblesse de l'investissement en Suisse est peut-être surtout imputable à un manque de concurrence effective (ce que les économistes qualifient de « vie tranquille » pour les entreprises en place, qui tentent de réduire l'offre pour relever les prix) – qui peut être lié ou non à une croissance faible, voire négative, de la productivité du capital – et aux perspectives limitées offertes aux nouveaux entrants dans les secteurs existants (les industries de réseau en particulier – voir le chapitre 4), ainsi que dans les secteurs innovants qui voient le jour (Alesina *et al.*, 2003; OCDE, 2006b). Toutefois, elle peut également s'expliquer en partie par : i) une prime de risque plus faible à l'étranger, grâce essentiellement à une désinflation réussie, qui fait que certains flux de capitaux mondiaux

seront détournés de la Suisse; et ii) le niveau élevé des prix, qui encourage l'exportation en Suisse plutôt que l'investissement direct, ce qui limite la formation brute de capital fixe (voir le chapitre 1).

Pour essayer d'expliquer le niveau extrêmement élevé de l'excédent, on peut également examiner ses composantes, en particulier l'absorption intérieure. Comme indiqué précédemment et dans le chapitre 1, la taille croissante de l'excédent de la balance courante suisse n'est imputable que dans de faibles proportions à ses échanges de biens et de services hors revenus des facteurs, dont le surplus s'est accru en raison d'une croissance du PIB plus lente en Suisse que chez ses principaux partenaires commerciaux, ainsi que d'une amélioration tendancielle de la compétitivité suisse. Les résultats à l'exportation ont été très bons jusqu'en 1985, mais ils se sont régulièrement tassés par la suite. En fait, les gains de compétitivité dus à la baisse régulière du taux d'inflation ont été compensés par la hausse du taux de change du franc suisse. Celui-ci s'est apprécié à un rythme moyen de 4 % par an environ de 1970 à 2003, mais ce renchérissement a été compensé en grande partie par un écart favorable d'inflation – mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) – si bien que l'appréciation réelle du taux de change est restée limitée en moyenne annuelle à 1¼ pour cent environ. Toutefois, à partir de 2002-03, son appréciation tendancielle a pris fin, et la dégradation des résultats à l'exportation s'est également interrompue un an ou deux plus tard²². Depuis le sommet qu'il avait atteint début 2003, le taux de change effectif du franc suisse a enregistré une baisse cumulée de 8 % environ en termes nominaux et de 12 % en termes réels (sur la base de l'inflation mesurée par l'IPC). En conséquence, on peut faire valoir que le franc est quelque peu sous-évalué : le FMI (2007), par exemple, estime que cette sous-évaluation pourrait aller jusqu'à 20 %, même si son niveau d'équilibre a sans doute baissé étant donné qu'il ne peut probablement plus être considéré comme une monnaie-refuge, et qu'il n'est clairement plus guère utilisé comme monnaie de réserve par les banques centrales²³.

Le portage (« *carry trade* ») est le nom donné aux opérations consistant à contracter des emprunts (souvent avec effet de levier) libellés dans des monnaies à faible taux d'intérêt, comme le franc suisse et surtout le yen, pour acquérir des actifs libellés dans des monnaies à rendement élevé, telles que le dollar néo-zélandais ou celles de marchés émergents. Naturellement, les opérateurs tablent normalement sur une appréciation des monnaies à faible taux d'intérêt, sans quoi nul ne consentirait à les détenir, mais au cours des dernières années, différents types d'investisseurs se sont montrés prêts à assumer ce risque de change et à se lancer dans de telles opérations sans couverture²⁴. En fait, le lien qui unit les transactions en yens et en francs suisses transparaît dans l'évolution quotidienne des taux de change de ces deux monnaies : au cours des cinq dernières années, une corrélation positive significative s'est établie entre ces deux taux, alors que cette relation n'existait pas précédemment (graphique 2.7). En raison de l'augmentation des opérations de portage, on estime que l'encours total de crédits bancaires en francs suisses accordés à des emprunteurs privés non bancaires étrangers atteignait environ 138 milliards USD fin septembre 2006, alors qu'il était demeuré dans une fourchette de 35 à 40 milliards USD entre 1988 et 1998. Il est naturellement possible que le goût du risque manifesté par les opérateurs évolue à un moment ou à un autre, mais bien que la plupart des analystes prédisent un regain de forme pour le franc suisse depuis un certain temps – en partie parce que la BNS s'emploie à relever ses taux officiels et devrait continuer à le faire – pour l'heure, la tentation de poursuivre une stratégie qui s'est avérée rentable jusqu'à présent suffit à la prolonger. De ce fait, la faiblesse du franc suisse a commencé ces

Graphique 2.7. **Le yen et le franc suisse ont évolué en parallèle au cours des cinq dernières années¹**StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/140038180680>

1. Coefficient de corrélation entre les variations quotidiennes des taux de change dollar/yen et dollar/franc suisse sur une période glissante d'un an prenant fin au cours du trimestre considéré.

derniers mois à inquiéter des hauts responsables de la BNS, qui ont pris conscience de son impact direct sur les prix des importations de la Suisse, et de ses effets indirects sur les prix des produits échangeables de manière plus générale (McCormick, 2007). Alors que dans le cas du Japon, les actifs acquis avec des yens sont disséminés dans le monde entier, il semble que l'essentiel des emprunts en francs suisses aient alimenté des prêts hypothécaires et d'autres crédits privés en Europe centrale et orientale, en particulier en Autriche²⁵, en Hongrie, en Croatie et en Pologne. La plupart de ces crédits ont été accordés par des banques autrichiennes, tandis que le niveau des engagements directs de leurs homologues suisses serait limité. Apparemment, les prêts libellés en francs suisses sont même devenus populaires au Danemark, où l'encours de ces crédits atteignait 20 milliards DKK (soit près de 3 milliards EUR) en 2006 (Bernstein, 2007). Quoiqu'il en soit, on peut considérer que les transactions des résidents de pays à taux d'intérêt élevés qui empruntent dans une monnaie faiblement rémunérée comme le franc suisse pour investir dans leur propre pays diffèrent qualitativement des opérations à effet de levier réalisées par des acteurs financiers, qui reposent généralement sur des instruments dérivés, ne serait-ce que parce qu'un dénouement rapide de ces investissements est peu probable (BRI, 2007).

Implications pour l'action des pouvoirs publics

En résumé, la Suisse affiche un excédent des paiements courants d'une ampleur exceptionnelle, qui – même s'il est peut-être révélateur d'un déséquilibre – ne soulève clairement aucun problème de viabilité, puisque rien ne s'oppose à ce qu'une nation renforce sa position extérieure nette. Si cet excédent tenait effectivement à des paramètres fondamentaux, tels que des écarts de taux de préférence pour le présent entre les Suisses et les étrangers, il ne mériterait pas que les responsables de l'action publique s'y arrêtent davantage. Toutefois, même si l'on ne dispose d'aucun élément d'information sur cette question, il serait peu judicieux de tableer exclusivement sur l'existence de tels écarts. Il est plus probable que ce sont des différences de longue date concernant le cadre d'action publique et les institutions suisses qui ont créé des conditions favorables à l'épargne, sinon la réticence à investir observée ces dernières années. Si ce cadre est jugé adéquat après avoir été examiné avec attention, alors aucune considération *externe* ne justifie de modifier

les politiques publiques ou de prendre des mesures spécifiques pour réduire l'excédent des transactions courantes. S'il diminue parce que des améliorations de l'action publique entraînent une accélération de la croissance tendancielle, stimulant à la fois l'investissement et les importations, tout est pour le mieux. Néanmoins, force est d'admettre que la possibilité de modifier durablement les soldes extérieurs au moyen de réformes structurelles est probablement assez limitée (Kennedy et Sløk, 2005).

Le rôle joué par l'excédent des paiements courants dans la détermination du taux de change réel justifie toutefois que l'on s'y arrête. Un excédent accru devrait normalement déboucher sur un renforcement de la monnaie nationale assurant l'équilibre de la balance des paiements sur le long terme. Or, les opérations de portage ont tiré le franc suisse vers le bas, peut-être à un niveau intenable²⁶. Si, à un moment donné, les détenteurs suisses de ces avoirs étrangers colossaux décident de les rapatrier, ou si les investisseurs étrangers choisissent de dénouer leurs positions de portage – peut-être en raison d'une brusque diminution de leur goût du risque et d'un regain de volatilité²⁷, ou parce que la BNS se montre plus offensive en matière de hausse des taux d'intérêt – le taux de change du franc suisse s'appréciera et pourrait même atteindre un nouveau sommet, comme cela lui était arrivé, ainsi qu'au yen, au second semestre 1998. Il va de soi que les autorités monétaires devraient alors réagir promptement pour stabiliser l'économie, car un tel choc aurait des conséquences déflationnistes importantes. Toutefois, même si l'on pouvait éviter une contraction générale de l'activité, ce choc pourrait avoir de graves répercussions sur certains secteurs. Blanchard (2007) a récemment fait valoir dans un contexte différent que, après plusieurs années d'atonie de la production, les producteurs du secteur non échangeable risquaient d'avoir durablement perdu en productivité en raison d'effets d'hystérésis, et de ne pas disposer des moyens (financiers et autres) nécessaires pour renforcer leurs activités en fonction des signaux transmis par les prix. Cela pourrait être considéré comme justifiant un certain redéploiement des dépenses budgétaires vers les secteurs non échangeables, aux fins d'investissement en particulier.

À supposer que le nouveau cours, plus élevé, du franc suisse soit assez rapidement considéré comme quasi-permanent, la baisse de la demande d'exportations et de biens et services en concurrence avec les importations qui en résulterait pousserait les entreprises concernées à se restructurer. Il est donc crucial – de manière à être aussi bien préparés que possible à une telle éventualité – que les marchés suisses soient flexibles et que les facteurs de production soient mobiles, tant en termes géographiques que sectoriels. Heureusement, les éléments disponibles laissent entrevoir une très forte résilience économique, liée à l'existence de marchés de capitaux étoffés et flexibles ainsi qu'à une réglementation modérément restrictive des marchés du travail et des produits (Duval *et al.*, 2007). Plus précisément, les conclusions à tirer pour l'action des pouvoirs publics sont les suivantes :

- S'agissant du marché du travail, il conviendrait : *premièrement*, que les dispositions réglementaires et législatives de protection des salariés soient conçues – comme c'est le cas – en vue d'aider les individus et non de protéger les emplois; *deuxièmement*, que les droits de timbre sur les cessions de biens immobiliers d'habitation ne fassent pas obstacle aux ventes de logements rendues nécessaires par un changement d'emploi de leur propriétaire; *troisièmement*, que les contraintes imposées par les cantons en matière d'autorisations professionnelles soient supprimées et remplacées par un mécanisme de reconnaissance mutuelle ou de passeport unique; *quatrièmement*, que l'immigration soit reconnue comme étant particulièrement utile, dans la mesure où les immigrants sont plus mobiles dans le pays et l'admission est sensible aux besoins en qualifications

spécifiques (voir le chapitre 5); et enfin, qu'une plus grande attention soit accordée à la formation et aux qualifications à caractère général (par opposition aux compétences spécifiques aux entreprises) dans ce contexte de mutation des besoins économiques.

- En ce qui concerne les marchés de capitaux, les pouvoirs publics doivent s'attacher à encourager les acteurs de ces marchés à accorder des financements plus importants aux jeunes pousses et autres entreprises de création récente, puisque c'est par l'intermédiaire de telles entités que les redéploiements entre secteurs se déroulent de la manière la plus fluide. De même, les lois et usages relatifs aux faillites ne devraient pas avoir pour effet de maintenir des ressources dans des secteurs exposés à des restructurations négatives à long terme²⁸. Par ailleurs, les règles en vigueur en matière de fiscalité et de gouvernement d'entreprise ne devraient pas décourager les sorties et les redéploiements : à cet égard, le régime d'imposition classique des dividendes appliqué en Suisse (voir le chapitre 3) contribue probablement à immobiliser des ressources au sein des entreprises et donc, à la marge, au sein des branches d'activité. L'instauration d'un plafond pour la déductibilité fiscale de l'épargne accumulée dans le cadre du second pilier du système de retraite (correspondant au taux minimal d'imposition de droit commun) pourrait contribuer à atténuer le traitement privilégié dont bénéficie l'épargne en actifs à faible risque. Les autorités devraient cependant résister à la tentation d'utiliser la politique fiscale pour stimuler directement l'investissement, notamment si ces aides visaient clairement le secteur du logement, dans lequel nombre de pays de l'OCDE se montrent excessivement généreux.
- S'agissant des marchés de produits, il est crucial que les entreprises soient en mesure d'entrer sur de nouveaux marchés, ce qui implique que les autorités de la concurrence doivent prêter une grande attention à la création ou au maintien d'obstacles artificiels à l'entrée par les entreprises en place, qui peuvent limiter sensiblement les investissements (Alesina et al., 2003). Dans les secteurs réglementés, notamment dans les industries de réseau, les autorités de régulation sectorielles doivent également rester vigilantes. Comme indiqué dans le chapitre 4 ci-après, tous les mécanismes qui bloquent la production dans un secteur donné, telles que les règles de succession appliquées aux agriculteurs ou la double imposition des dividendes mentionnée précédemment, sont particulièrement préjudiciables.

Notes

1. D'après les données provisoires relatives au premier trimestre 2007, l'excédent des paiements courants a légèrement augmenté pour s'établir à 17.8 % du PIB, malgré une diminution du solde des revenus de capitaux; cette hausse s'explique par une réduction du déficit des transferts courants ainsi que par une augmentation des soldes des échanges de biens et de services (sans doute liée à des gains de compétitivité).
2. L'excédent de 33 milliards CHF enregistré en 2006 par la balance des services hors revenus des facteurs était dû principalement au solde positif de 13 milliards CHF des commissions bancaires, imputable au dynamisme des établissements financiers suisses, notamment des banques.
3. Le solde des revenus du travail est déficitaire en raison de la forte proportion de travailleurs frontaliers dans la population active, et des transferts de salaires à l'étranger qui en résultent.
4. Une autre distorsion similaire est liée aux revenus nets d'investissements directs engrangés par les sociétés financières et holdings sous contrôle étranger : elles perçoivent des revenus de filiales étrangères et les reversent à leur société-mère étrangère, ce qui se traduit par un effet modeste mais grandissant sur le solde global des paiements courants suisse – évalué à 3 milliards CHF en moyenne de 2000 à 2004, mais à près de 14 milliards CHF en 2005.

5. Ces chiffres tiennent compte du fait que le ratio entre les investissements suisses de portefeuille en actions étrangères et les investissements étrangers en actions suisses (747 milliards CHF) est égal à un tiers, que les sociétés étrangères ont un taux de distribution de dividendes supérieur à celui des sociétés suisses (censé être égal à la moitié contre un tiers) et que la proportion des bénéficiaires des sociétés suisses qu'on peut attribuer aux actionnaires étrangers représente 19.5 milliards CHF.
6. En fait, le flux des sorties nettes d'investissements directs s'est entièrement tari au dernier trimestre, et il a été minime au premier trimestre 2007.
7. L'ensemble des actifs des organismes de retraite et des placements en assurance-vie représentaient déjà plus de 150 % du PIB en 2004, soit le ratio le plus élevé de la zone OCDE. L'Office fédéral des assurances sociales (OFAS) plafonne la part des placements à l'étranger dans les actifs des organismes de retraite. Pour l'ensemble du système, cette part se monte actuellement à 1/2, et elle est en augmentation.
8. La faiblesse de l'épargne des ménages ces dernières années tient en partie au déclin de l'épargne forcée, dont le poids relatif a reculé de plus de 10 % du revenu disponible brut des ménages pendant la plus grande partie des années 90 à environ 7 % en 2002-04. L'épargne volontaire a pris le relais en 2000-01, ce qui a permis de maintenir le taux global d'épargne à un niveau proche de 16 %, mais elle également reflué depuis lors, entraînant un recul du taux global aux alentours de 14 %.
9. En 2004, la répartition de l'excédent d'épargne entre les différents secteurs institutionnels était la suivante : 44 % pour les sociétés financières, 34 % pour les ménages, 29 % pour les sociétés non financières et -7 % pour les administrations publiques.
10. Cette ample position nette créditrice n'a rien d'une nouveauté pour la Suisse : d'après les fonctionnaires de la BNS, elle représentait déjà environ 100 % du PIB avant la Première Guerre mondiale.
11. Les actifs des non-résidents gérés par des banques établies en Suisse ne sont naturellement pas inclus dans sa position extérieure nette. Néanmoins, si des particuliers non suisses ayant un patrimoine net conséquent transfèrent leur centre d'intérêt économique en Suisse (comme l'ont fait nombre d'individus pour tirer parti de régimes d'imposition attractifs), leurs actifs devraient, en principe, être considérés comme suisses. La BNS pense toutefois que les transferts de ce type ne jouent pas un rôle significatif dans l'évolution de la position extérieure nette de la Suisse, même s'il est possible qu'ils contribuent à son niveau.
12. Le poids relatif des avoirs en devises est passé de 62 % en 1985 à 87 % en 2005, tandis que celui des engagements en devises a diminué pendant la période 1985-95, avant de rebondir au cours de la décennie suivante pour s'établir à 45 % (BNS, 2007).
13. La méthode de Stoffels et Tille a consisté à corriger les actifs et passifs des changements de valeur au moyen de larges indices des cours des actions. Pour les investissements directs détenus par des étrangers, c'est à juste titre l'indice de la bourse suisse qui a été utilisé. Mais ces auteurs ont utilisé les indices boursiers des pays de destination des investissements directs suisses à l'étranger, et ce durant une période (1999-2005) de baisse de ces indices alors que l'indice suisse montait. On peut se demander si cela ne fausse pas la valeur sous-jacente de ces actifs. On peut même faire valoir que les cours suisses des actions auraient été un meilleur indicateur des fluctuations des cours.
14. Depuis 1999, il y a eu plusieurs autres révisions statistiques importantes de la position suisse en matière d'investissement international. En outre, des fonds sont parfois entrés dans le pays ou en sont sortis sans flux financiers correspondants; cela peut aussi expliquer une partie de l'écart.
15. Pour la période de cinq ans la plus récente, les statistiques de la BNS indiquent que les investisseurs suisses ont bénéficié d'un rendement annuel moyen de 4 % sur leurs actifs étrangers, réduit cependant à 2.5 % une fois exclus les investissements directs (9.9 %).
16. Toutefois, cet argument est peut-être moins pertinent dans le cas de la Suisse, car ses règles rigoureuses en matière d'équilibre budgétaire ont sans doute limité la désépargne publique qui aurait pu résulter de cette situation.
17. Les plus-values imputables aux ménages ne sont quasiment jamais taxables en cas de placement dans des actions de sociétés cotées, dont la durée de vie peut être considérée comme indéfinie. La situation est plus complexe dans tous les autres cas (voir le chapitre 3). Quoi qu'il en soit, tous les cantons taxent les plus-values immobilières.
18. De plus en plus d'études sont consacrées à la question de l'égalisation internationale des taux de rendement réels des actifs financiers. Elles montrent que ces rendements convergent

effectivement pour les titres de participation, mais pas pour les valeurs à revenu fixe ni pour les dépôts : ceux qui sont libellés en francs suisses se caractérisent par des rendements sensiblement inférieurs, même sur le long terme (Kugler et Weder, 2003). Il s'avère que cette remise en cause de l'hypothèse de parité des taux d'intérêt réels est due à une absence de parité des taux d'intérêt non couverte, même sur le long terme, et non à un défaut de parité de pouvoir d'achat : le franc suisse ne s'apprécie pas suffisamment pour compenser l'écart de taux d'intérêt à court terme. Il s'agit là d'un cas unique parmi les grandes monnaies (Kugler et Weder, 2005), même si d'autres pays créditeurs connaissent à un certain degré ce biais national. Les investisseurs internationaux semblent prêts à payer cette prime, et ce pour trois raisons possibles : *premièrement*, parce que l'incertitude concernant le niveau des prix est moindre pour les actifs suisses, les autorités monétaires ayant maintenu l'inflation à un niveau particulièrement bas ; *deuxièmement*, parce que les actifs libellés en francs suisses semblent offrir des avantages sans équivalent en termes de diversification (Kugler et Weder, 2004) ; et, *troisièmement*, pour éviter les effets d'événements catastrophiques très rares (comme une guerre) qui auraient, du point de vue des investisseurs, un impact asymétrique sur les actifs suisses, compte tenu de la neutralité qui caractérise de longue date cette nation. Concrètement, si un tel choc devait avoir lieu, une appréciation du franc suisse – peut-être brutale – se produirait vraisemblablement. L'argument selon lequel cette prime serait attribuable au secret bancaire suisse est moins convaincant, car l'anomalie constatée en matière de rendement concerne également les eurodépôts en francs suisses, qui ne relèvent pas de la législation suisse. Enfin, si l'explication devait résider dans des facteurs structurels liés à la sphère réelle de l'économie – tels qu'une intensité de capital plus forte conjuguée à des rendements marginaux décroissants ou des écarts de productivité entre le secteur des produits échangeables et celui des produits non échangeables (effet de type Balassa-Samuelson) – c'est la parité de pouvoir d'achat qui ferait défaut, puisque l'appréciation du taux de change réel suffirait à expliquer l'absence de parité des taux d'intérêt non couverte. Quoi qu'il en soit, une question n'a pas encore été examinée : dans quelle mesure l'infériorité des rendements suisses se vérifie-t-elle encore ? Les données utilisées par les auteurs susmentionnés pour mettre en évidence cet écart concernaient en effet l'intervalle 1980-2003 ; or, c'est seulement à la toute fin de cette période que le phénomène du portage (« carry trade ») s'est véritablement enclenché. Le franc suisse se déprécie depuis 2003, et il est constamment vendu à découvert sur les marchés à terme depuis 2005 (voir la note de bas de page 24 ci-après). Le temps écoulé depuis le dernier bouleversement mondial majeur continue de s'accroître, et les investisseurs estiment sans doute qu'il est de moins en moins probable qu'un tel événement se reproduise.

19. En calculant une régression du ratio investissement/PIB à prix courants par rapport au PIB par habitant à parité de pouvoir d'achat (PPA) pour l'ensemble des 30 pays membres de l'OCDE et pour les valeurs moyennes de 2000 à 2005, sous forme linéaire ou log-linéaire, on obtient un coefficient négatif de signification marginale pour le PIB par habitant, avec un t de Student proche de 2 et un résidu positif très faible pour la Suisse. Il est possible que l'estimation du coefficient soit biaisée vers zéro par un lien de causalité inverse.
20. Il serait encore plus douteux d'essayer de comparer les taux de rendement attendus du capital entre pays.
21. Toutefois, il convient également de faire preuve de prudence en raison d'un changement de méthode de l'OCDE, qui a cessé d'utiliser des séries sur le stock de capital dans ses exercices de modélisation pour se focaliser sur les services tirés du capital (Beffy *et al.*, 2006). On ne dispose de données de ce type pour la Suisse que depuis très peu de temps.
22. En fait, des données provisoires concernant les derniers trimestres font apparaître une amélioration régulière des résultats à l'exportation et du solde des échanges de biens : sur la dernière période de quatre trimestres, ce solde s'est établi à 6.2 milliards CHF, soit plus du double du résultat de 2005. D'un autre côté, l'excédent du compte des revenus d'investissements diminue peu à peu.
23. Des travaux récents publiés par la Banque des règlements internationaux (BRI) (Cairns *et al.*, 2007) montrent que le franc suisse reste la monnaie de prédilection (avec l'euro) lorsque la volatilité des marchés de capitaux s'accroît. Des statistiques de la BRI indiquent que la part du franc suisse dans les avoirs de réserves mondiaux était déjà tombée à un niveau négligeable au milieu des années 90 (Wooldridge, 2006).
24. En fait, certains investisseurs vont jusqu'à vendre à découvert des monnaies à faible taux d'intérêt en tablant sur le fait que le portage l'emportera sur les paramètres fondamentaux à long terme. Sur le *Chicago Mercantile Exchange* (CME, Bourse de commerce de Chicago), la position courte nette prise par les opérateurs non commerciaux, considérés dans leur ensemble, sur les contrats à terme sur le franc suisse représente un montant substantiel depuis le début de 2005. En fait, l'ampleur de cette position nette a atteint un niveau record de près de 80 000 contrats le 19 juin 2007, ce qui, à

raison de 125 000 CHF par contrat, représentait un pari de près de 10 milliards CHF contre le franc suisse. Des positions courtes d'un montant plus élevé prises sur le CME ont eu tendance à préfigurer une évolution à la baisse de la monnaie considérée par rapport au dollar.

25. Tzanninis (2005) souligne que les prêts en devises accordés aux ménages autrichiens ont connu une forte augmentation depuis le milieu des années 90, pour atteindre près de 30 milliards EUR (30 % de l'encours de crédits) début 2005. La quasi-totalité de ces prêts sont libellés en francs suisses. Les crédits en francs suisses à l'ensemble du secteur non bancaire représentaient déjà un montant total de plus de 40 milliards EUR à ce stade.
26. Il est également probable qu'un mécanisme inverse ait été à l'œuvre : en entraînant une dépréciation du franc suisse, les opérations de portage ont sans doute conduit à un gonflement de l'excédent courant lui-même, découlant d'une augmentation du solde positif des échanges de biens et de services – liée aux gains de compétitivité induits – et de l'accroissement du solde des revenus des facteurs.
27. Pour obtenir un descriptif utile et précis de l'état actuel des opérations de portage, le lecteur peut se référer à Nordvig (2007). Celui-ci estime qu'une atténuation du goût du risque au niveau mondial pourrait remettre en cause les stratégies de portage, notamment dans la mesure où la rémunération du risque de change semble être tombée à des niveaux très peu attractifs pour les placements libellés en monnaies du Groupe des Dix (G10), même si tel n'est pas le cas pour celles des marchés émergents.
28. Les autorités espèrent réformer le droit de la faillite au cours de la prochaine législature.

Bibliographie

- Alesina A., S. Ardagna, G. Nicoletti et F. Schiantarelli (2003), « Regulation and Investment », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 352, mars.
- Beffy, P.O., P. Ollivaud, P. Richardson et F. Sédillot (2006), *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 482, juillet.
- Bernstein, N. (2007), « The Danish Economy in an International Perspective », discours prononcé par le gouverneur de la Banque nationale du Danemark à l'occasion de la réunion annuelle de DLR Kredit, à Copenhague, le 25 avril.
- Blanchard, O. (2007), « Current Account Deficits in Rich Countries », *NBER Working Paper* n° 12925, février.
- BNS (Banque nationale suisse) (2007), « Switzerland's Current Account: Decomposition and Recent Developments », 22 mars.
- BRI (Banque des règlements internationaux) (2007), *77^e Rapport annuel*, Bâle, juin, en particulier pp. 90-95.
- Cairns, J., C. Ho et R. McCauley (2007), « Exchange Rates and Global Volatility; Implications for Asia-Pacific Currencies », *BIS Quarterly Review*, mars.
- Duval R., J. Elmeskov et L. Vogel (2007), « Structural Policies and Economic Resilience to Shocks », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 567, juillet.
- FMI (Fonds monétaire international) (2007), *Switzerland; Staff Report for the 2007 Article IV Consultation*, 16 avril.
- Jarrett, P. (2005), « Coping with the inevitable adjustment in the US current account », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 467, décembre.
- Kennedy, M. and T. Sløk (2005), « Structural Policy Reforms and External Imbalances », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 415, janvier.
- Kugler, P. et B. Weder (2003), « Are Real Rates of Return on Financial Assets Equalized Internationally? Evidence for Stocks, Bonds and Money Markets », document interne, août.
- Kugler, P. et B. Weder (2004), « International Portfolio Holdings and Swiss Franc Asset Returns », *CEPR Discussion Paper* n° 4467, juillet, publié ensuite dans la *Revue suisse d'économie et de statistique*, vol. 140, 2004.
- Kugler, P. et B. Weder (2005), « Why Are Returns on Swiss Franc Assets So Low? Rare Events May Solve the Puzzle », *Applied Economics Quarterly*, vol. 51, n° 3.
- McCormick, L.C. (2007), « Swiss Franc Volatility Falls to 11-Year Low, Aids Carry Trades », *Bloomberg.com*, 24 mai.

- Nordvig, J. (2007), « Can the Carry Trade Carry On? », *Goldman Sachs Global Economics Paper*, n° 156, 7 juin.
- OCDE (1999), *Études économiques de l'OCDE – Suisse*, Paris, août.
- OCDE (2006a), « Les pressions budgétaires à prévoir pour les dépenses relatives aux soins de santé et aux soins de longue durée », *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 79, Paris, juin, Chapitre III.
- OCDE (2006b), *Études économiques de l'OCDE – Suisse*, Paris, janvier.
- Saunders M., « The Extended Carry Trade: Foreign Currency CHF Mortgages and Loans », Citigroup, Londres, février.
- Stoffels, N. et C. Tille (2007), « Why are Switzerland's Foreign Assets So Low? The Growing Financial Exposure of a Small Open Economy », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 283, avril.
- Tzanninis, D. (2005), « What Explains the Surge of Foreign Currency Loans to Austrian Households? », *Selected Issues Austria*, IMF Country Report n° 05/249, juillet.
- Wooldridge, P.D. (2006), « Évolution de la composition des réserves officielles », *Rapport trimestriel BRI*, septembre.

Table des matières

Résumé	8
Évaluation et recommandations	11
Chapitre 1. Performance macroéconomique et principaux enjeux	21
L'évolution économique récente se caractérise par une vigueur persistante.	23
Le but de la politique macroéconomique doit être d'éviter une hausse de l'inflation .	28
De sérieux problèmes subsistent pour la politique budgétaire à moyen terme. ...	32
La productivité dans les secteurs où la concurrence est insuffisante nuit à la croissance	36
L'immigration a soutenu l'offre de main-d'œuvre	39
Notes	43
Bibliographie	45
Annexe 1.A1. Progrès en matière de réformes structurelles	47
Chapitre 2. La signification du colossal excédent des paiements courants de la Suisse .	51
Évolution récente de la balance des paiements de la Suisse	52
Quelles pourraient être les causes de cet excédent colossal?	58
Implications pour l'action des pouvoirs publics	63
Notes	65
Bibliographie	68
Chapitre 3. Pour une politique budgétaire plus propice à la croissance économique	71
Le cadre budgétaire devrait assurer la viabilité des finances publiques	72
Il faudrait mieux maîtriser les dépenses sociales	76
Il faudrait modifier le système fiscal de façon à préserver la compétitivité et à atténuer les distorsions	92
Notes	101
Bibliographie	103
Chapitre 4. Des déficiences subsistent dans la réglementation des marchés de biens et de services	105
Il faut poursuivre la réforme récente du droit de la concurrence et de son application	106
Les obstacles techniques au commerce peuvent être encore abaissés	107
La marge d'intensification de la concurrence dans les industries de réseau est encore grande	108
Les marchés publics restent géographiquement fragmentés	120
La politique agricole génère des coûts élevés pour l'économie	120
Notes	124
Bibliographie	125

Chapitre 5. L'immigration peut contribuer davantage à la prospérité	127
Principales caractéristiques de l'évolution des stocks et flux migratoires	128
Politique migratoire : à la recherche d'un équilibre	133
Aspects économiques de la migration	142
Conclusions	164
Notes	165
Bibliographie	169
Annexe 5.A1. Les divers types de permis d'immigration en Suisse	173

Encadrés

1.1. Les prévisions à court terme de l'OCDE pour la Suisse	25
1.2. Problèmes de mesure de l'excédent de balance courante de la Suisse	28
3.1. Recommandations en vue d'une politique budgétaire et fiscale plus propice à la croissance économique	99
4.1. Participation de l'État dans les industries de réseau	109
4.2. Le marché suisse de l'électricité	111
4.3. Séparation verticale de la production et du transport de l'électricité à haute tension	112
4.4. Recommandations visant à rendre la réglementation des marchés de produits plus favorable à la concurrence	123
5.1. L'accord de libre circulation des personnes avec l'Union européenne	136
5.2. L'impact direct de l'immigration sur la croissance de l'activité et du revenu par tête	142
5.3. Le projet d'harmonisation cantonale de la scolarité obligatoire	160
5.4. Recommandations concernant la politique d'immigration	164

Tableaux

1.1. Produit intérieur brut et agrégats de dépenses	26
1.2. Comptes des collectivités publiques	31
1.3. Plan financier de la Confédération pour 2008-10	35
1.4. Décomposition de l'utilisation des ressources en main-d'œuvre	39
2.1. Balance suisse des paiements en 2006	53
3.1. Les dépenses de santé par source de financement	78
3.2. Répartition des dépenses de santé par catégorie	79
3.3. Ressources disponibles dans le système de santé	81
3.4. Les taux de TVA/TPS dans certains pays de l'OCDE	94
3.5. Taux global légal d'imposition des dividendes	96
4.1. Estimations du soutien agricole	120
5.1. Scénario d'évolution à long terme de la population	141
5.2. Décomposition de la croissance du PIB par tête	143
5.3. Emploi étranger par secteur d'activité selon leur durée de résidence en Suisse ..	146
5.4. Migration interne selon la nationalité	151
5.5. Compétences de base des jeunes de 15 ans selon leur origine culturelle	156
5.6. Probabilité de trouver un apprentissage selon la nationalité	159

Graphiques

1.1.	Décomposition du PIB par habitant en termes de parités de pouvoir d'achat à PPA	22
1.2.	La croissance économique en Suisse et dans la zone euro	24
1.3.	La contribution de la valeur ajoutée dans le secteur financier à la croissance économique	24
1.4.	Indicateurs du marché du travail	25
1.5.	La balance courante et ses principales composantes	27
1.6.	Hausse des salaires et des prix	29
1.7.	Indicateurs de la politique monétaire	29
1.8.	Indicateurs des finances publiques	32
1.9.	Les dépenses sociales dans un certain nombre de pays	33
1.10.	Croissance des dépenses publiques totales, par poste	33
1.11.	La croissance et le niveau de productivité du travail dans différents pays	36
1.12.	Le niveau des prix reste élevé	37
1.13.	Évolution des taux d'activité	40
1.14.	Évolution de l'immigration nette	41
1.15.	Niveau d'instruction de la population active étrangère	41
1.16.	Chômage et population étrangère	42
1.17.	Taux de chômage et durée des périodes incomplètes de chômage	42
2.1.	Évolution du solde des paiements courants	52
2.2.	Évolution de l'épargne, de l'investissement et du solde des paiements courants	55
2.3.	Répartition de l'excédent d'épargne dans l'économie suisse	56
2.4.	Position extérieure globale	57
2.5.	Taux d'intérêt réel à long terme	60
2.6.	Volatilité de la croissance du PIB réel	61
2.7.	Le yen et le franc suisse ont évolué en parallèle au cours des cinq dernières années	63
3.1.	Les recettes fiscales fédérales et les marchés de capitaux	73
3.2.	Les dépenses de santé dans les pays de l'OCDE	77
3.3.	Entrées, sorties et effectifs de nouveaux bénéficiaires, par type d'invalidité	88
3.4.	Recettes fiscales	93
4.1.	Vitesse et prix de l'ADSL : comparaison internationale	114
4.2.	Prix du téléphone mobile : comparaison internationale	116
4.3.	Niveau relatif de la productivité du travail dans l'agriculture dans certains pays	121
5.1.	Effectifs de la population étrangère dans certains pays de l'OCDE	128
5.2.	Flux de population étrangère dans certains pays de l'OCDE	129
5.3.	Évolution de la population étrangère	130
5.4.	Acquisition de la nationalité dans certains pays de l'OCDE	130
5.5.	Impact de l'immigration sur la croissance démographique	132
5.6.	Évolution de la population étrangère par nationalité	133
5.7.	Population résidente selon l'autorisation de résidence	134
5.8.	Population active par nationalité et niveau d'éducation	135
5.9.	Entrées des demandeurs d'asile dans les pays de l'OCDE	137
5.10.	Contingents utilisés par durée de résidence	139
5.11.	Immigration selon les motifs d'entrées	140
5.12.	Immigration et marché du logement	144
5.13.	Taux d'emploi, de chômage et d'activité des suisses et des étrangers	148

5.14.	Emplois occupés par des étrangers, par secteur.	149
5.15.	Taux de chômage des immigrants non issus de l'Union européenne et ne parlant pas l'anglais par rapport aux personnes natives dans les pays de l'OCDE	150
5.16.	Orientation des élèves du 1 ^{er} cycle du secondaire selon la nationalité et le type d'enseignement	155
5.17.	Jeunes ayant quitté l'école prématurément selon la nationalité.	156
5.18.	Part des classes très hétérogènes et part des élèves de nationalité étrangère au sein de l'école obligatoire.	157

Cette Étude est publiée sous la responsabilité du Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement, qui est chargé de l'examen de la situation économique des pays membres.

La situation économique et les politiques de la Suisse ont été évaluées par le Comité le 17 septembre 2007. Le projet de rapport a ensuite été révisé à la lumière de la discussion et finalement approuvé par le Comité plénier le 4 octobre 2007.

Le projet de rapport du Secrétariat a été établi pour le Comité par Claude Giorno, Andrés Fuentes et Eduardo Camero sous la direction de Peter Jarrett. La recherche statistique a été assurée par Françoise Correia.

L'Étude précédente de la Suisse a été publiée en janvier 2006.

Ce livre contient des...



StatLinks 

**Accédez aux fichiers Excel®
à partir des livres imprimés !**

En bas à droite des tableaux ou graphiques de cet ouvrage, vous trouverez des *StatLinks*.

Pour télécharger le fichier Excel® correspondant, il vous suffit de retranscrire dans votre navigateur Internet le lien commençant par : <http://dx.doi.org>.

Si vous lisez la version PDF de l'ouvrage, et que votre ordinateur est connecté à Internet, il vous suffit de cliquer sur le lien.

Les *StatLinks* sont de plus en plus répandus dans les publications de l'OCDE.

STATISTIQUES DE BASE DE LA FRANCE

LE PAYS

Superficie (milliers de km ²)	41.3	Villes principales (milliers d'habitants, 31/12/2006)	
Terres cultivées, prairies et pâturage (milliers de km ²)	15.3	Zurich	347.5
Forêts (milliers de km ²)	12.7	Bâle	163.9
		Genève	178.7
		Berne	122.2

LA POPULATION

Population (milliers, 31/12/2006)	7 509	Population active civile occupée (milliers, 2006)	4 291
Habitants par km ² (2006)	182	Secteur primaire (%)	3.7
Accroissement naturel net (milliers, 2006)	13.1	Secteur secondaire (%)	23.7
Nombre de travailleurs étrangers (milliers, 2006)	1 094	Secteur tertiaire (%)	72.5

LA PRODUCTION

Produit intérieur brut, prix courants (2006)		Formation brute de capital fixe, prix courants (2006)	
Milliards de CHF	486.2	% de PIB	21.3
Par tête (USD)	51 687	Par tête (USD)	11 030

L'ÉTAT

Consommation publique (% du PIB, 2006)	11.1	Composition du Parlement	Conseil national	Conseil des États
Administrations publiques (% du PIB, 2005, estimation)		Parti socialiste	52	9
Dépenses	33.4	Union démocratique du centre	55	8
Recettes	32.3	Parti radical- démocratique	36	14
Dette brute	48.6	Parti démocratique-chrétien	28	15
		Autres	29	0

Dernières élections : octobre 2003

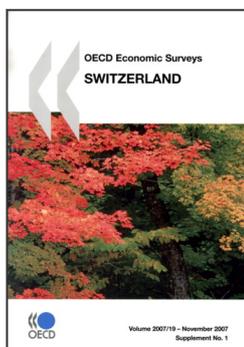
Prochaines élections : 21 octobre 2007

LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Exportations de biens et services (% du PIB, 2006)	52.5	Importations de biens et services (% du PIB, 2006)	44.9
Exportations de marchandises (milliards de CHF, 2006)	177.5	Importations de marchandises (milliards de CHF, 2006)	165.4
Répartition par région (% du total, 2006)		Répartition par région (% di total, 2006)	
Pays industrialisés	78.8	Pays industrialisés	89.2
Pays de l'UE (27 pays)	62.1	Pays de l'UE (27 pays)	81.6
Pays de l'OPEP	3.1	Pays de l'OPEP	2.5
Répartition par groupe (% du total, 2006)		Répartition par groupe (% du total, 2006)	
Matières premières et produits semi-finis	22.9	Matières premières et produits semi-finis	26.4
Biens d'équipement	29.9	Biens d'équipement	25.9
Biens de consommation	44.6	Biens de consommation	39.3
Énergie	2.6	Énergie	8.5

LA MONNAIE

Unité monétaire : Franc suisse		Unités monétaires par USD, moyenne journalière	
		Année 2006	1.2532
		Septembre 2007	1.1851



Extrait de :
OECD Economic Surveys: Switzerland 2007

Accéder à cette publication :

https://doi.org/10.1787/eco_surveys-che-2007-en

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2007), « La signification du colossal excédent des paiements courants de la Suisse . », dans *OECD Economic Surveys: Switzerland 2007*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_surveys-che-2007-4-fr

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à rights@oecd.org. Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) info@copyright.com ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) contact@cfcopies.com.