

## Croissance de l'excédent du compte courant de la Suisse, quelques réflexions

### Avant-propos

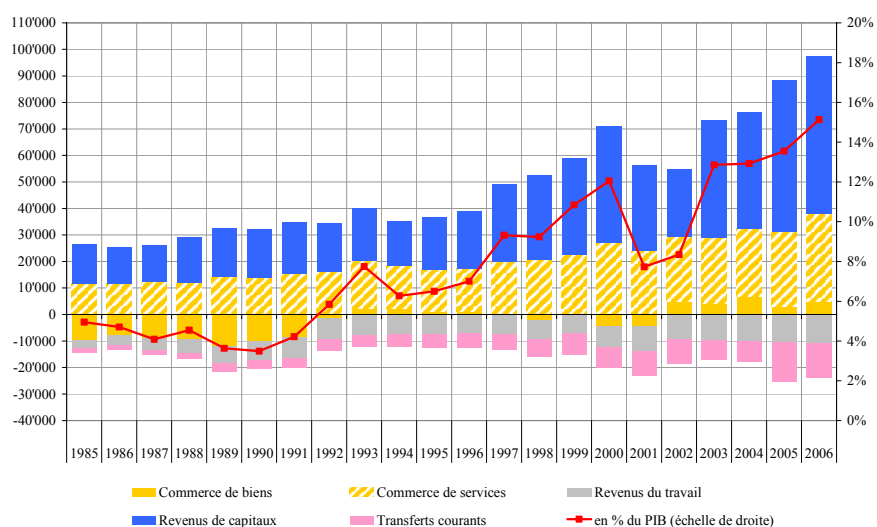
Les statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure nette de la Suisse n'ont pas fait souvent l'objet jusqu'à présent de présentation ou d'analyse dans le cadre des Tendances conjoncturelles. Ce thème spécial introduit quelques notions et mécanismes de base, qui devraient permettre de comprendre l'évolution de la balance des transactions courantes. En particulier, nous mettons l'accent sur quelques aspects particuliers qui expliquent en partie la croissance de l'excédent du compte courant de la Suisse observé depuis 2002.

La Suisse affiche traditionnellement depuis plusieurs décennies un excédent de sa balance des transactions courantes. Depuis le début des années 80, l'excédent du compte courant a même manifesté une tendance à la hausse régulière, hormis quelques années. En 2006, l'excédent atteignait 74 milliards de francs, soit plus de 15% du PIB suisse. Peu de pays industrialisés affichent des excédents du compte courant d'une telle ampleur.

En considérant les principales composantes du compte courant de la Suisse, on s'aperçoit rapidement graphique 30 que le solde de la balance commerciale y occupe certes une place importante, mais que les revenus nets des capitaux (revenus de la fortune suisse à l'étranger moins les revenus de la fortune étrangère en Suisse) y jouent un rôle déterminant. La forte croissance de l'excédent de la balance des transactions courantes durant les dernières années, notamment depuis 2002-2003, résulte ainsi davantage d'une croissance des revenus nets du capital que d'une hausse de l'excédent commercial, bien que celui-ci ait atteint récemment des valeurs également record, dans une perspective historique.

Dans les paragraphes qui suivent nous présentons quelques mécanismes de base et différents aspects de l'évolution récente du compte courant de la Suisse. Nous commençons par présenter la structure et le niveau de la fortune nette de la Suisse à l'étranger, ainsi que ceux de la fortune étrangère en Suisse (exposition des « stocks » ou des fortunes brutes). Nous commentons l'évolution récente de ces valeurs. L'évolution de la structure de la fortune nette de la Suisse à l'étranger (position nette internationale de la Suisse) et les différents taux de rendement des sous-positions de cette fortune sont ensuite présentés. Ceux-ci et la structure de la fortune nette expliquent en grande partie l'évolution du niveau des revenus nets du capital. Nos développements permettent de penser que l'excédent du compte courant de la Suisse, en pour-cent du PIB, risque de continuer de croître pour plusieurs années encore. Nous concluons en présentant un scénario d'évolution future envisageable.

**graphique 30 : balance des transactions courantes de la Suisse et composantes**  
en millions de francs, en % du PIB nominal



source : BNS

**Encadré**

L'utilisation des concepts «intérieur» et «national» peut être utile pour comprendre l'évolution de l'épargne totale d'un pays, même si cette distinction est peu usuelle à cet égard

**Quelques rappels d'égalités comptables importantes, que retenir de la distinction entre « épargne nationale » et « épargne intérieure » ?**

Le PIB mesure la production totale sur le territoire d'un pays pendant une certaine période qu'elle soit issue du capital ou de la main-d'œuvre nationale ou étrangère. Le PIB est très lié à la notion de la population active présente sur le territoire national. En d'autres termes, le PIB mesure la valeur de la production totale des biens et services réalisées aussi bien par les résidents que par les non-résidents<sup>8</sup>. A la différence du PIB, le RNB (Revenu national brut) inclut également les revenus nets provenant de l'étranger, c'est à dire la rémunération des salariés et les revenus de la propriété reçus du reste du monde, déduction faite des rémunérations et revenus versés au reste du monde. Exprimé de manière très simple, le RNB est *national* parce qu'il est le reflet de la richesse générée par les résidents du pays en question, que ceux-ci soient présents ou non sur le territoire national (prise en compte par exemple des multinationales suisses implantées à l'étranger). Le PIB est *intérieur* car il ne concerne que ce qui se passe à l'intérieur des frontières nationales.

Il en va de même finalement pour l'épargne générée dans un pays, même si cette distinction entre épargne «nationale» et «intérieure» est peu souvent utilisée pour les pays industrialisés. En effet, l'ensemble de la comptabilité nationale du côté revenu n'utilise jamais le concept intérieur. Comme le résume très bien Elmendorf et Mankiw (1999), d'une manière générale et pour autant que les rendements réalisés à l'intérieur et à l'extérieur des frontières nationales soient les mêmes, la distinction entre investissements domestiques et investissements nets directs à l'étranger est finalement d'une importance secondaire, pour déterminer le revenu national et l'épargne nationale. En termes de fiscalité toutefois, il est par contre évident que le lieu de localisation de l'épargne et de l'investissement joue un rôle déterminant<sup>9</sup>.

Dans une optique de compréhension de la croissance de l'excédent d'épargne nationale sur l'investissement intérieur (solde positif croissant du compte courant depuis 2002 notamment), la distinction entre «épargne nationale» et «épargne intérieure» permet d'apporter quelques éclaircissements sur l'origine de cet excédent que nous mettons en évidence dans cet encadré.

La comptabilité nationale distingue normalement cinq secteurs d'unité de production : les sociétés non financières, les sociétés financières, les administrations publiques, les ménages et les entrepreneurs individuels, ainsi que les institutions sans but lucratif au service des ménages. Parler d'épargne « totale », selon un concept national, revient à considérer l'épargne de l'ensemble des ces cinq unités institutionnelles. Par épargne intérieure, on entend généralement l'épargne mobilisée par les résidents et les non-résidents et par épargne nationale au contraire, l'épargne mobilisée par l'ensemble des résidents, même si celle-ci peut-être générée à l'étranger. Plus formellement, nous avons les relations suivantes :

$$\begin{array}{r}
 \text{épargne nationale (concept de résidence)} \\
 + \text{ épargne des non-résidents sur le territoire national} \\
 - \text{ épargne des résidents réalisée à l'extérieur du territoire national} \\
 \hline
 \text{épargne intérieure (concept domestique)}
 \end{array}$$

Plusieurs égalités comptables, que l'on retrouve souvent dans des ouvrages d'introduction à la macroéconomie ou à la comptabilité nationale, se prêtent relativement bien à la définition de l'épargne et à la distinction entre l'épargne nationale et intérieure. Nous attirons l'attention sur le fait que les égalités (ou les identités) comptables ne représentent nullement des «équilibres» économiques. Par ailleurs, dans le cadre de l'ensemble de ce thème spécial, les composantes de l'épargne que nous présentons, ainsi que l'épargne totale, sont calculées comme résidus.

<sup>8</sup> Par «unités résidentes» on entend dans le cadre des comptes nationaux les unités ayant le siège principal de leur activité économique dans le pays en question.

<sup>9</sup> Elmendorf, Douglas W. and N. Gregory Mankiw, 1999, "Government Debt" in *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1C, edited by John, B. Taylor and Michael Woodford, 1615-1669, Amsterdam: Elsevier Science B.B. Page 1637: "As long as the returns to wealth are the same at home and abroad, the location of the (change in) wealth does not affect our income. Tomorrow's national output and income depend on today's national saving, wherever this saving is ultimately invested".

En termes d'égalités comptables, les relations suivantes sont particulièrement importantes dans notre contexte :

$$Y^{PIB} = C + G + I + (X - M) \quad (1)$$

$$Y^{RNB} = C + G + I + CA^{10} \quad (2)$$

$$CA = (X - M) + LIP + CT \quad (3)$$

$$I = Y^{PIB} - C - G - (X - M) \quad (4)$$

$$S^D \text{ (agents privés)} = Y^{PIB} - C - T \quad (5)$$

$$S^D \text{ (état)} = T - G \quad (6)$$

$$S^D \text{ (total)} = Y^{PIB} - C - T + (T - G) = Y^{PIB} - C - G \quad (7)$$

$$S^D \text{ (total)} = Y^{PIB} - C - G = I + (X - M) \rightarrow (X - M) = S^D - I \quad (8)$$

$$S^N \text{ (total)} = Y^{RNB} - C - G = I + CA \rightarrow CA = S^N - I \quad (9)$$

$$CA + FA = BP = 0 \quad (10)$$

avec :

$C$ , la consommation finale des ménages,  $G$ , la consommation finale de l'état,  $I$  la formation brute de capital,  $X$  et  $M$ , les exportations et les importations de biens et services,  $CA$ , le solde de la balance des transactions courantes,  $LIP$ , la balance des revenus du travail et des capitaux (*labour and investment income*),  $CT$ , les transferts courants (*current transfer*).  $T$  représente l'ensemble des impôts servant au financement des dépenses publiques  $G$ .  $S^D$  représente l'épargne intérieure et  $S^N$  l'épargne nationale. Enfin,  $FA$  représente les mouvements de capitaux (*financial account*) et  $BP$ , la balance des paiements qui est équilibrée par définition.

Si nous simplifions et considérons que des investissements directs à l'étranger ( $FDI$ ) comme seul mouvement possible de capitaux internationaux<sup>11</sup>, nous avons, en utilisant l'exposant «  $CH / A$  » pour indiquer les investissements directs des résidents suisses à l'étranger, et vice-versa avec l'exposant «  $A / CH$  », pour les investissements directs en Suisse des non-résidents :

$$CA = -FA \quad (11)$$

$$FA = FDI^{A/CH} - FDI^{CH/A} \quad (12)$$

Les égalités (8) (9), (11) et (12) soulignent que l'épargne que génère une économie ouverte vient soit augmenter le stock de capital dans le pays, soit aboutit à l'acquisition d'avoirs extérieurs.

Par égalité comptable, nous avons également :

$$I + FDI^{CH/A} - FDI^{A/CH} = S^N \text{ (total)} \quad (13)$$

Un pays peut donc « exporter » des capitaux qui sont « générés » en dehors du territoire national

L'égalité (13) est centrale pour notre développement et est toujours vérifiée (en tenant compte de notre simplification sous (12)). Elle signale que l'investissement domestique, qui représente l'accumulation d'actifs productifs à l'intérieur du territoire national, et les investissements directs nets à l'étranger, représentent deux formes importantes d'*épargne nationale*. Dans la réalité, il est clair que les investissements effectués à l'étranger peuvent avoir plusieurs formes (portefeuilles finan-

<sup>10</sup> Il convient de préciser que cette présentation est schématique. Dans le cadre des comptes nationaux, on additionne au Produit intérieur brut (PIB) la rémunération des salariés reçue du reste du monde (nette de la rémunération des salariés versée au reste du monde) ainsi que les revenus de la propriété reçus du reste du monde (également nets des mêmes revenus versés au reste du monde) pour obtenir le Revenu national brut (RNB). Il s'agit donc d'une partie seulement de la balance des transactions courantes. Ensuite, en additionnant au Revenu national brut le solde des transferts courants à recevoir et à payer du ou au reste du monde, on obtient par définition le Revenu disponible brut. L'égalité (2) représente donc un raccourci que nous nous permettons dans notre contexte.

<sup>11</sup> Les mouvements de capitaux (la « balance du capital et des opérations financières », y compris les avoirs de réserves) se décompose normalement en plusieurs parties : balance des investissements directs, balance des investissements de portefeuille, balance des autres investissements (crédits des banques commerciales à l'étranger et de l'étranger notamment) et les variations des avoirs de réserve. Pour notre démonstration et pour restreindre la complexité de l'exposé, nous simplifions donc la réalité en utilisant l'identité (12). NB : on trouve également dans la terminologie d'Eurostat le terme « compte financier » pour la balance des mouvements de capitaux.

ciers, crédits bancaires,...).

Il est également intéressant de dégager, dans l'épargne nationale, la part de l'épargne nette générée à l'étranger. A nouveau, par égalité comptable, nous avons :

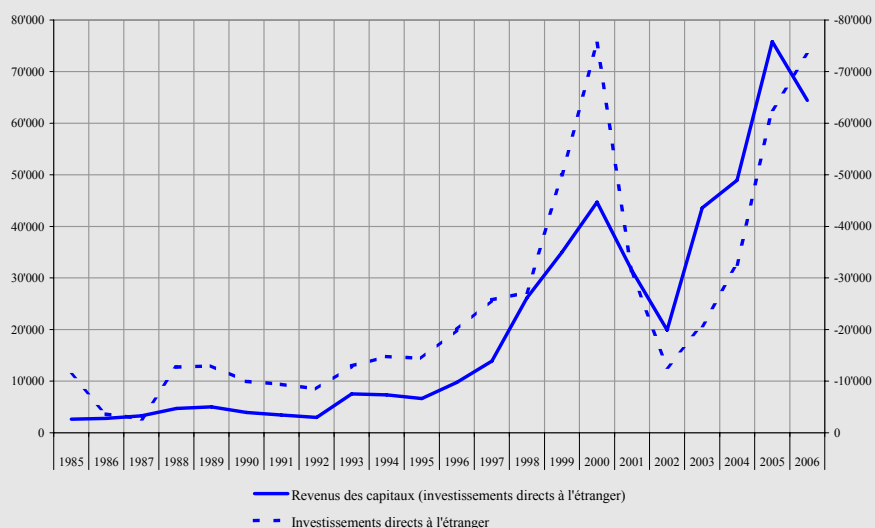
$$S^{N (total)} - S^{D (total)} = LIP + CT = S^* = (FDI^{CH/A} - FDI^{A/CH}) - (X - M) \quad (14)$$

Exporter des capitaux, même avec une balance commerciale équilibrée, est possible

L'égalité (14) met finalement en évidence qu'un pays peut exporter des capitaux, même si sa balance commerciale est équilibrée. Il suffit pour cela que le rendement net du travail et du capital reçu de l'étranger soit à nouveau réinvesti à l'étranger. En d'autres termes, si  $S^*$  est positive, cette forme d'épargne peut être interprétée comme un investissement net à l'étranger supérieur au solde de la balance commerciale, résultant d'un revenu net généré à l'étranger et réinvesti à l'étranger. Dans le cas de la Suisse, cette égalité (14) semble jouer un rôle important depuis quelques années. Les revenus générés par les investissements directs à l'étranger semblent en grande partie être à nouveau réinvestis à l'étranger, sous formes de nouveaux IDE, comme l'illustre le graphique 31. Pour les revenus des investissements directs étrangers en Suisse, ainsi que pour les revenus des investissements en portefeuille (en Suisse et à l'étranger), on n'observe par contre aucune relation claire entre ceux-ci et les nouvelles exportations de capitaux de ces mêmes rubriques. La relation présentée dans le graphique 31 possède donc un caractère relativement singulier.

Le rendement des investissements directs à l'étranger semble en grande partie être « réinvesti » à l'étranger

**graphique 31:** Rendement des investissements directs à l'étranger de la Suisse (compte courant) et flux de nouveaux investissements directs à l'étranger (compte financier)

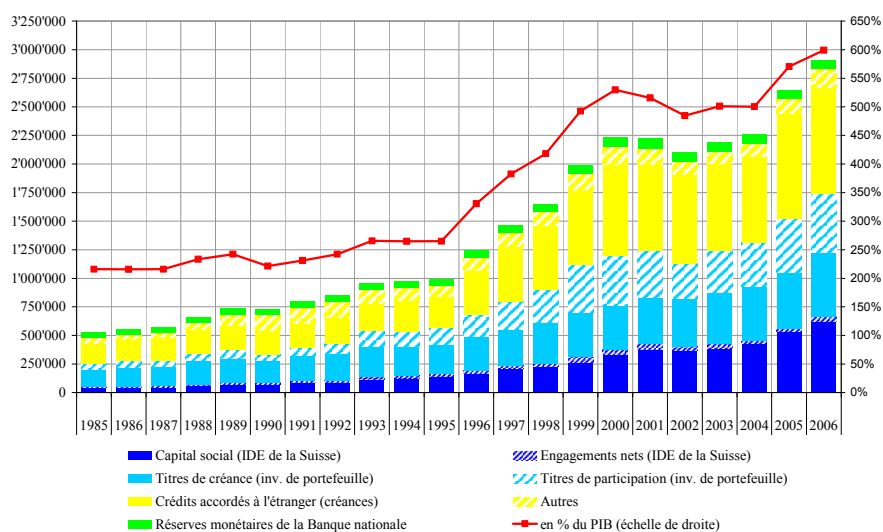


source : SNB

Le stock de fortune brute de la Suisse à l'étranger représente l'accumulation des flux l'épargne des ménages privés, des entreprises et de l'état à l'étranger. En grande partie, ce stock de fortune brute, qui a atteint en 2006 la valeur de 2'912,7 milliards de francs suisse, est constitué d'un stock d'investissements directs de la Suisse à l'étranger (capital social et engagements nets d'entreprises suisses à l'étranger), d'une stock d'investissements en portefeuilles (titres de créances et titres de participation), ainsi que d'autres actifs (crédits accordés à l'étranger) et des réserves monétaires. Dans le graphique 32 on peut observer l'évolution de la part relative de ces différentes formes d'actifs à l'étranger. En 2006, 22,9% des actifs de la Suisse à l'étranger sont représentés par des investissements directs (IDE), 37% des avoirs sont présents à l'étranger sous forme d'investissements en portefeuille, 40% représentent des crédits que la Suisse octroie à l'étranger. Au fil du temps, c'est surtout la part des IDE qui a fortement augmenté, pour passer de 10% des actifs au début des années 80 à près de 23% en 2006. La part des investissements en portefeuille est demeurée relativement constante, celle des crédits à légèrement baissé.

**graphique 32 : fortune financière brute de la Suisse à l'étranger**

en millions de francs, en % du PIB nominal

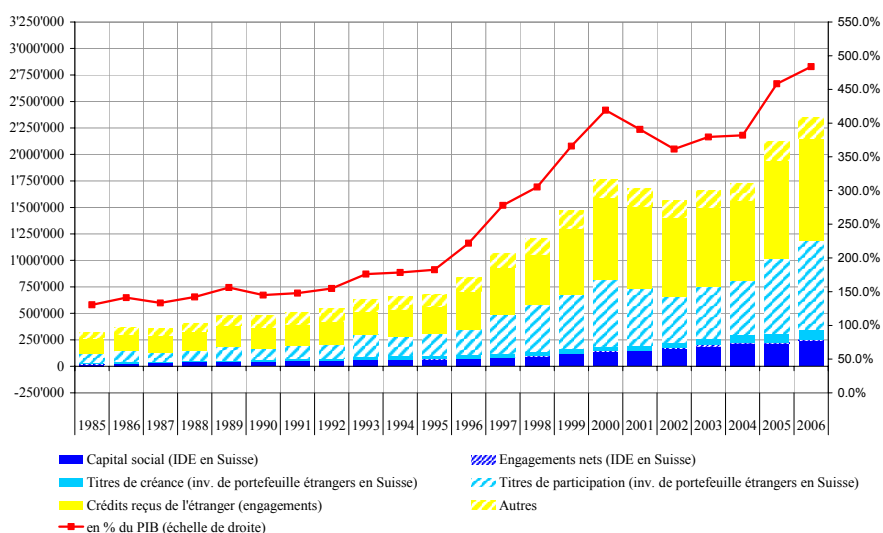


source : BNS

Le graphique 33 présente la structure et l'évolution des avoirs étrangers en Suisse. En 2006, ceux-ci ont atteint une valeur de 2'352,4 milliards de francs. On pourra y constater que la part des IDE est beaucoup plus faible que dans la fortune brute de la Suisse à l'étranger (environ 10% en 2006). La part des investissements de portefeuille y occupe une place prépondérante (39,5% en 2006). En termes d'évolution, la part en % des investissements en portefeuille dans l'ensemble de la fortune étrangère en Suisse a augmenté progressivement, passant de 31% en 1980 à près de 40% en 2006. La part des crédits (reçus cette fois-ci) est demeurée également relativement constante, elle était de 44,5% en 1980 et a atteint 41% en 2006, en fluctuant d'année en année, mais sans manifester de tendance claire.

**graphique 33 : fortune financière brute étrangère en Suisse**

en millions de francs, en % du PIB nominal



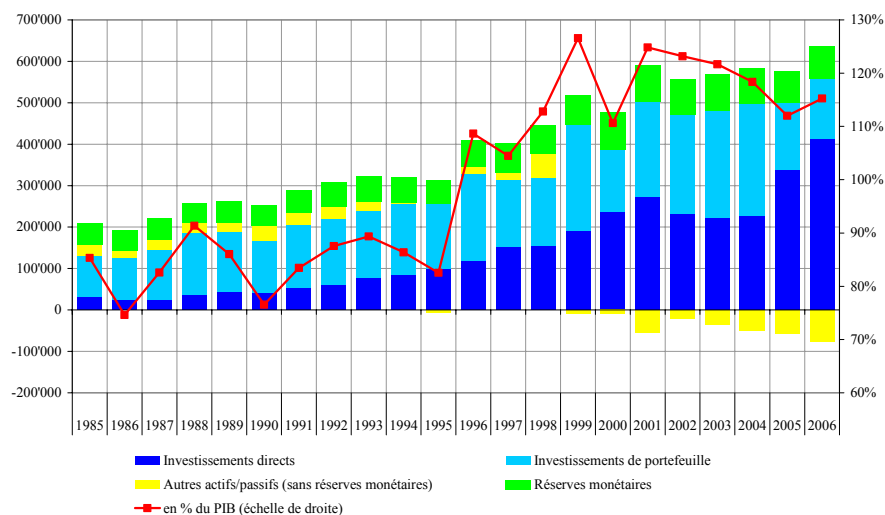
source : BNS

A partir des données utilisées pour le graphique 32 et le graphique 33, il est aisé de calculer la fortune nette de la Suisse (avoirs de la Suisse à l'étranger déduction faite des avoirs des étrangers en Suisse – des « passifs » de la Suisse). En 2006, cette fortune nette a atteint 560,3 milliards de francs suisse (2'912,7 - 2'352,4), soit 115% du PIB à prix courants. En considérant les composantes de cette fortune nette, on s'aperçoit rapidement que la part des IDE a fortement progressé durant ces dernières

années, ce qui s'explique par les mouvements correspondants dans les actifs et les passifs de la Suisse, présentés précédemment. En 2006, 74% des avoirs nets de la Suisse à l'étranger étaient représentés par des IDE (contre environ 40% à la fin des années 90 et seulement moins de 20% au début des années 90). Par contre, comme on peut également l'observer dans le graphique 34, la part des investissements de portefeuille dans la fortune nette de la Suisse s'est réduite considérablement durant les dernières années.

**graphique 34 : position extérieure nette de la Suisse**

avoirs financiers de la Suisse à l'étranger moins les avoirs financiers étrangers en Suisse en millions de francs, en % du PIB nominal



source : BNS

En tenant compte seulement du niveau de la fortune nette de la Suisse à l'étranger, on peut déjà s'attendre à une croissance des revenus que peut générer cette même fortune. Si de plus on tient compte d'un élément de structure, soit de la part croissante des IDE dans la fortune nette de la Suisse et du fait que ceux-ci affichent les taux de rendement les plus élevés, on comprend que le revenu net des capitaux de la Suisse à l'étranger puisse atteindre des valeurs proches des 60 milliards de francs, comme cela a été le cas en 2006.

Rendements élevés des IDE

Les taux de rendement « implicites » des capitaux calculés comme simple division des revenus du capital sur les stocks correspondant d'avoirs (ou de passifs) sont présentés dans le graphique 35. On pourra y constater que le rendement implicite des IDE de la Suisse à l'étranger, mais également des IDE en Suisse, semblent osciller entre 9% et 10% depuis une dizaine d'années, alors que les rendements des investissements en portefeuille semblent se situer aux alentours de 2% à 3%, en moyenne<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Les rendements implicites que nous présentons dans le graphique 35 ont uniquement des valeurs indicatives. Dans les faits, il existe des asymétries de mesure, notamment pour l'évaluation des stocks d'actifs et de passifs (les IDE sont souvent évalués à partir des valeurs comptables, alors que des valeurs de marchés sont utilisées pour les investissements en portefeuille). Une sous-évaluation du niveau des stocks peut par exemple conduire à une surestimation des rendements. En outre, les revenus des capitaux pour les investissements en portefeuille ne tiennent compte par exemple que des dividendes payés pour les placements en actions, ce qui ne représente et de loin pas l'ensemble des revenus de ces investissements.

**graphique 35 : revenus des capitaux en % des stocks de capitaux (plusieurs catégories de placement)**

moyenne annuelle sur plusieurs périodes

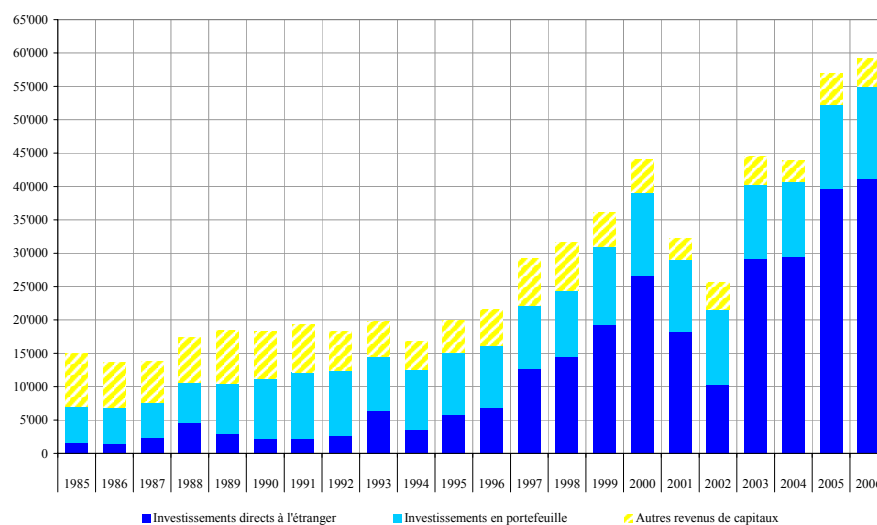
	1987-1991	1992-1996	1997-2001	2002-2006
Investissements en portefeuille (actifs)	4.2%	3.5%	2.8%	2.8%
Investissements directs à l'étranger (actifs)	5.2%	4.5%	9.3%	9.9%
Autres revenus de capitaux (actifs)	5.9%	4.1%	3.1%	2.4%
<b>Total (actifs)</b>	<b>4.7%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.0%</b>
Investissements en portefeuille (passifs)	2.7%	2.0%	1.8%	2.0%
Investissements directs à l'étranger (passifs)	2.9%	2.8%	9.5%	9.4%
Autres revenus de capitaux (passifs)	4.0%	2.9%	2.4%	1.9%
<b>Total (passifs)</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.7%</b>
	1987-2002	2004	2005	2006
différence (marge) (rendement des actifs - coût des passifs)	1.1%	1.3%	1.5%	1.4%

sources : BNS, SECO (calculs)

La croissance des revenus des capitaux durant les dernières années est à mettre en grande partie sur le compte du rendement des IDE de la Suisse à l'étranger. L'effet de structure/composition de la fortune nette (graphique 34) et le taux de rendement plus élevé en moyenne pour les IDE (graphique 35) expliquent en grande partie la forte croissance des revenus des capitaux. Le graphique 36 présente la composition des revenus nets des capitaux par catégorie de placement, le rôle central des IDE y est encore plus visible.

**graphique 36 : revenus nets des capitaux par catégorie de placement**

revenus moins dépenses pour chaque catégorie, en millions de francs suisses



source : BNS

Pour les prochaines années, compte tenu des niveaux déjà atteints par la fortune nette de la Suisse (115% du PIB) et des forts taux de rendement des IDE en moyenne, on peut s'attendre à une poursuite de la croissance des excédents de la balance des transactions courantes, même si la balance commerciale devait commencer à afficher des soldes moins positifs.

Pour une économie ouverte, l'investissement domestique n'est pas forcément financé (contraint) par l'épargne domestique. Le cas bien connu des USA illustre qu'un pays peut pour plusieurs années de suite « importer » de l'épargne étrangère pour financer l'investissement intérieur. Dans le sens contraire, l'épargne nationale ou domestique d'un pays n'est pas non plus contrainte par le marché et les investissements domestiques. Comme nous le signalions en introduction (dans notre encadré), pour autant que les rendements réalisés à l'intérieur et à l'extérieur des frontières nationales

Interprétation de  
« l'excédent » d'épargne



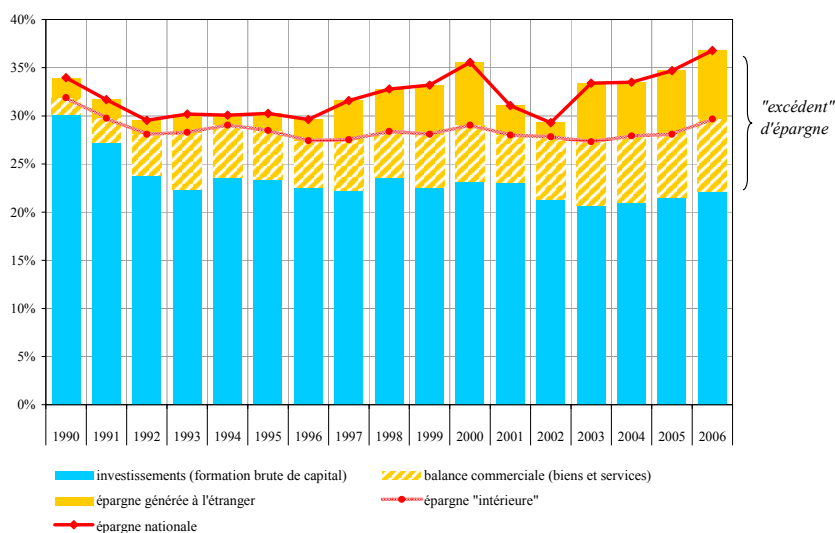
soient les mêmes, la distinction entre investissements domestiques et investissements nets directs à l'étranger est finalement d'une importance secondaire.

Le solde de la balance des transactions courantes est souvent interprété, à raison, comme un excédent ou un déficit d'épargne nationale sur l'investissement domestique. Dans le cas de la Suisse, l'excédent important du compte courant signale que notre pays « exporte » un excès d'épargne à l'étranger. La croissance de l'excédent du compte courant de la Suisse notamment depuis 2002/2003 signale que l'excédent d'épargne a eu tendance à croître. Cette croissance de l'excès d'épargne nationale sur l'investissement traduit toutefois et en premier lieu une progression d'une épargne « réalisée » (ou « générée ») à l'étranger.

A l'aide des développements que nous avons présentés dans notre encadré et des données de la comptabilité nationale, on peut en effet distinguer l'épargne « nationale » et l'épargne « domestique ». Nous observons à l'aide des valeurs obtenues que la quote-part d'épargne domestique dans le PIB suisse est demeurée relativement constante ces dernières années (graphique 37). En d'autres termes, cela signifie que la croissance de l'excès d'épargne nationale sur l'investissement domestique en Suisse n'a pas forcément son « origine » dans un déséquilibre croissant affectant le marché intérieur. La croissance des revenus des capitaux, qui sont en grande partie du reste réinvestis à l'étranger (et contribuent ainsi à l'augmentation du stocks d'actifs nets) explique une partie importante de la croissance de l'épargne nationale de la Suisse durant ces dernières années. Dans le graphique 37, les différentes grandeurs présentées dans notre encadré sont illustrées à l'aide de plusieurs couleurs. La solde de la balance commerciale (orange hachuré) représente l'excès d'épargne domestique sur l'investissement domestique (ici la formation brute de capital). Depuis 2003, les quotes-parts présentées dans le graphique 37 illustrent clairement que pratiquement la moitié de l'excédent de l'épargne nationale sur l'investissement domestique peut-être expliqué par la solde commerciale, l'autre moitié provenant de la croissance des revenus des capitaux, non « absorbés » sur le territoire national.

**graphique 37** : épargne nationale, épargne intérieure, formation brute de capital et balance commerciale

en % du PIB nominal



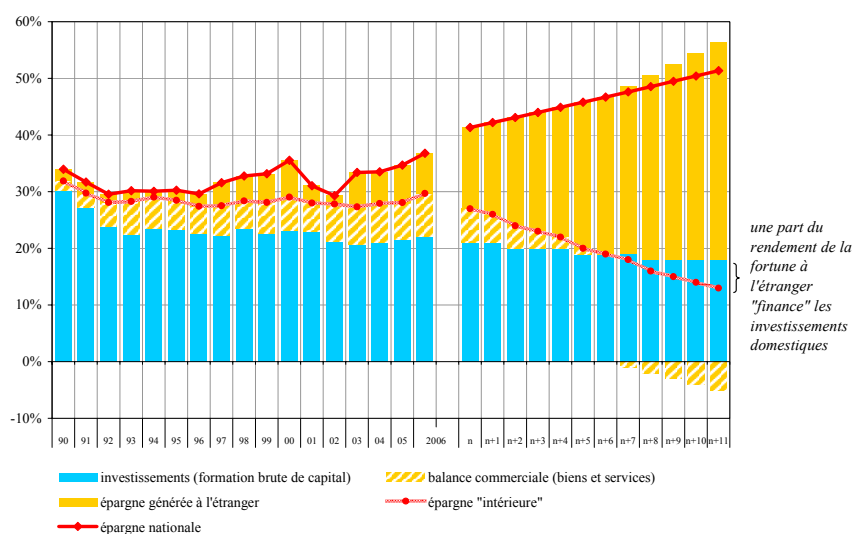
sources : BNS, OFS, SECO (calculs)



Pour le futur, plusieurs scénarios peuvent être envisagés. Jusqu'à présent le rendement de la fortune nette extérieure de la Suisse ne semble pas avoir été absorbé sur le marché intérieure, mais semble au contraire avoir été à nouveau réexporté et donc réinvesti à l'étranger. Ce comportement de « non-absorption » interne du rendement de la fortune nette extérieure de la Suisse conduit, de facto et parallèlement aux effets du maintien d'un solde commercial également positif, à une poursuite de la croissance de la fortune nette extérieure de la Suisse. Pour les prochaines décennies, si l'on tient compte des développements démographiques prévus par l'Office fédéral de la statistique (OFS), la population de la Suisse pourrait continuer de croître au cours des trois prochaines décennies, en raison des soldes migratoires, mais un vieillissement démographique accéléré durant cette même période doit être attendu, avec comme conséquence la hausse importante du nombre de retraités par actif. Un recul de l'effectif de la population dès 2015 ou une poursuite de la croissance jusqu'au-delà de 2050 sont également des scénarios dans l'ordre du possible, selon l'OFS. Dans tous les cas, on peut s'attendre à ce que la structure du compte courant de la Suisse évolue durant les prochaines trois décennies, en raison des changements démographiques. Dans ce contexte, une question fondamentale qui se pose à nos yeux est de savoir quel sera alors le rôle et en particulier le degré d'utilisation possible du rendement de la fortune extérieure nette de la Suisse. Par exemple, la quote-part d'épargne intérieure en % du PIB pourrait commencer à décroître, à la suite du processus d'accélération du vieillissement démographique. Dans le graphique 38, nous illustrons une évolution possible, qui traduit une forme d'utilisation du rendement de la fortune extérieure nette de la Suisse pour le financement des investissements domestiques.

**graphique 38** : illustration schématique d'un scénario probable

épargne nationale, épargne intérieure, formation brute de capital, balance commerciale, en % du PIB nominal



sources : OFS, SNB, SECO (calculs et extrapolation)

## Conclusion

Le solde excédentaire du compte courant de la Suisse a atteint en 2006 une valeur record de près de plus de 15% du PIB. Une interprétation traditionnelle, souvent mentionnée, consiste à dire que « l'épargne nationale de la Suisse est plus élevée que l'investissement intérieur ». Bien que cette affirmation soit entièrement correcte, une analyse de deux principales sous-composantes de l'épargne nationale que l'on peut distinguer, à savoir l'épargne intérieure et l'épargne réalisée à l'extérieur des frontières nationales (rendement de la fortune nette réinvesti à l'étranger), semble indiquer que c'est en particulier cette deuxième forme d'épargne qui a fortement augmenté au cours de la dernière décennie. L'épargne intérieure quant à elle est demeurée relativement stable. Chercher à comprendre l'origine et les implications de l'excédent croissant du compte courant de la Suisse (y compris par exemple ses implications éventuelles pour le cours de change du franc suisse), sans distinguer ces deux optiques, nous semble délicat. Également en termes d'évolution future, c'est bien sous cette optique que l'on pourrait assister à des évolutions « structurelles » majeures

## Croissance de l'excédent du compte courant de la Suisse, quelques réflexions

(graphique 38). A ce titre, le degré d'utilisation possible du rendement de la fortune extérieure nette de la Suisse à des fins de consommation ou d'investissement domestique, voire une utilisation de cette même fortune sur le marché domestique, représentent des questions importantes.