

---

# Balance des paiements et position extérieure de la Suisse 2014

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK





---

# Balance des paiements et position extérieure de la Suisse 2014

1<sup>re</sup> année



---

# Table des matières

	Page
<b>1 Aperçu</b>	<b>4</b>
Nouveautés	4
Evolution de la balance des paiements et de la position extérieure en 2014	4
Négoce de l'or	8
<b>2 Balance des paiements</b>	<b>9</b>
Balance des transactions courantes	9
Marchandises	9
Services	11
Revenus primaires	13
Revenus du travail	13
Revenus de capitaux	13
Revenus secondaires	14
Transferts en capital	15
Compte financier	15
Investissements directs	16
Investissements de portefeuille	17
Autres investissements	18
Réserves monétaires	20
Produits dérivés	20
Ecart statistique	21
<b>3 Position extérieure</b>	<b>22</b>
Facteurs influant sur la position extérieure	22
Actifs à l'étranger – Vue d'ensemble	23
Actifs à l'étranger – Investissements directs	23
Actifs à l'étranger – Investissements de portefeuille	24
Actifs à l'étranger – Produits dérivés	25
Actifs à l'étranger – Autres investissements	25
Actifs à l'étranger – Réserves monétaires	25
Passifs envers l'étranger – Vue d'ensemble	26
Passifs envers l'étranger – Investissements directs	27
Passifs envers l'étranger – Investissements de portefeuille	27
Passifs envers l'étranger – Produits dérivés	28
Passifs envers l'étranger – Autres investissements	28
Position extérieure nette	29
<b>4 Le négoce de l'or</b>	<b>30</b>
Introduction	31
Marché international de l'or	31
Acteurs suisses sur le marché de l'or	32
Evolution des importations et exportations d'or de la Suisse	34
L'or dans la balance suisse des paiements	35
Conclusion	35
Informations complémentaires	36

### NOUVEAUTÉS

Étant donné le lien étroit existant entre la balance des paiements et la position extérieure, la Banque nationale rassemble désormais en un seul rapport annuel les commentaires relatifs à ces deux statistiques.

La présente publication, de même que celles qu'elle remplace, paraît à la fois sur papier et sur le site de la Banque nationale. Les tableaux, les fondements méthodologiques et les commentaires, qui se trouvaient jusqu'ici dans l'annexe du rapport, disparaissent de la version imprimée et sont dorénavant publiés sur le nouveau portail de données de la Banque nationale <https://data.snb.ch>. Les données sont mises à disposition dans des tableaux interactifs.

Deux principales nouveautés doivent par ailleurs être signalées. D'une part, la balance des paiements et la position extérieure sont établies, depuis le premier trimestre 2014, conformément aux nouvelles normes édictées par le Fonds monétaire international dans le Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale, 6<sup>e</sup> édition. Cette mise à jour entraîne des changements, notamment dans le libellé de certains postes du bilan, dont les principaux sont présentés dans le *Bulletin mensuel de statistiques économiques* de juin 2014. Le présent rapport annuel est le premier à appliquer ces nouvelles normes.

D'autre part, la balance des paiements et la position extérieure intègrent, depuis le quatrième trimestre 2014, les résultats complets de l'enquête trimestrielle révisée sur les relations financières avec l'étranger<sup>1</sup>. Cette enquête, menée par la Banque nationale auprès de 560 groupes d'entreprises établis en Suisse, permet notamment un meilleur recensement des crédits dans le domaine des investissements directs; elle intègre aussi, pour la première fois, les crédits accordés par les assurances au sein de leurs groupes et comble ainsi une lacune dans la statistique. Ces deux modifications, qui n'ont qu'une faible incidence sur la balance des transactions courantes et sur le compte financier, se répercutent surtout sur les stocks dans la position extérieure. Ainsi, en 2014, environ un tiers de l'accroissement des actifs à l'étranger et de celui des passifs envers l'étranger peut être attribué à cet effet statistique.

### Résumé

En 2014, la balance des transactions courantes a dégagé un solde actif de 47 milliards de francs, soit un montant inférieur de 24 milliards à celui de l'année précédente. Ce recul s'explique en premier lieu par le fait que l'excédent de recettes au titre des revenus de capitaux a diminué de 14 milliards, pour s'inscrire à 17 milliards de francs. Le solde actif des échanges de marchandises et de services a également diminué (-2 milliards), passant à 68 milliards de francs. De plus, le solde passif au titre des revenus secondaires (transferts courants) s'est accru de 5 milliards de francs, pour atteindre 17 milliards.

Le compte financier a, quant à lui, dégagé un solde actif de 54 milliards de francs. L'acquisition nette d'actifs financiers a porté dans l'ensemble sur 28 milliards de francs (115 milliards en 2013); elle était particulièrement élevée du côté des réserves monétaires (34 milliards). Du côté des passifs, les investisseurs étrangers ont vendu davantage d'actifs suisses qu'ils n'en ont acquis, ce qui a entraîné une diminution nette des passifs de 26 milliards de francs. Ce recul a tenu principalement aux crédits des banques commerciales enregistrés sous *Autres investissements*.

Le solde actif du compte financier a influé de manière déterminante sur la position extérieure nette, qui a augmenté de 58 milliards pour s'inscrire à 768 milliards de francs. Par contre, ni les variations de valeur résultant de l'évolution des cours boursiers et des cours de change ni les modifications statistiques n'ont eu de répercussion notable sur la position extérieure nette, car elles ont concerné dans la même proportion les actifs et les passifs. Les actifs à l'étranger ont augmenté de 351 milliards pour atteindre 4 246 milliards de francs. Cette progression est due pour plus de la moitié aux variations de valeur résultant de l'évolution des cours boursiers et des cours de change et pour environ un tiers à des modifications statistiques liées à l'introduction des nouvelles enquêtes sur les relations financières avec l'étranger. Du côté des actifs, les investissements directs ont enregistré l'augmentation la plus marquée (+141 milliards), principalement en raison de modifications d'ordre statistique, pour s'établir à 1 447 milliards de francs. Malgré un désinvestissement net étranger en Suisse, les passifs envers l'étranger se sont accrus de 293 milliards, pour atteindre 3 478 milliards de francs. Cette expansion est due pour moitié à des variations de valeur et pour moitié à des modifications d'ordre statistique. Comme du côté des actifs à l'étranger, l'augmentation la plus forte du côté des passifs envers l'étranger a été enregistrée dans les investissements directs (+172 milliards), qui ont atteint 1 094 milliards de francs.

### Balance des transactions courantes

Des recettes nettes de 49 milliards de francs ont été enregistrées dans les échanges de marchandises avec l'étranger. Selon la statistique du commerce extérieur de l'Administration fédérale des douanes (AFD), les recettes nettes (total conjoncturel ou total 1) ont augmenté de 6 milliards pour atteindre 30 milliards de francs. Les

<sup>1</sup> De plus amples informations sur les nouvelles enquêtes figurent sur le site [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Statistiques/Révision des enquêtes sur les mouvements de capitaux (investmentBOP).

exportations ont en effet progressé de 4%, et les importations, de 1% seulement. Les recettes nettes du commerce de transit se sont accrues de 2 milliards, s'établissant à 25 milliards de francs. Dans les échanges d'or non monétaire, les exportations et les importations se sont équilibrées, alors que des recettes nettes de 8 milliards de francs avaient été enregistrées en 2013.

Les échanges de services avec l'étranger ont dégagé un excédent de recettes de 18 milliards de francs, soit 2 milliards de moins que l'année précédente. Les recettes sont certes passées de 106 milliards à 108 milliards de francs, mais la progression a été plus marquée du côté des dépenses (90 milliards en 2014, contre 86 milliards en 2013). Les différentes composantes ont toutefois évolué de façon hétérogène. Alors que les recettes des services financiers – qui fournissent la contribution la plus importante – ont diminué de 2% et celles des droits de licence, de 4%, les recettes provenant du tourisme ont progressé de 3%, et celles des services aux entreprises, de 7%; le poste *Services de télécommunications, d'informatique et d'information* a lui aussi affiché une hausse des recettes (+14%). Comme le montre la répartition géographique des exportations de services (hors tourisme), publiée ici pour la première fois, les Etats-Unis étaient le premier destinataire, suivis par l'Allemagne.

Les dépenses résultant de l'importation de services étrangers ont augmenté de 4 milliards par rapport à l'année précédente, pour s'inscrire à 90 milliards de francs. Les importations de services aux entreprises, qui représentent la composante la plus importante, ont progressé de 10%. Les dépenses dans le secteur du tourisme ont augmenté de 5%, tout comme celles liées aux services de télécommunications, d'informatique et d'information et celles découlant des services financiers. Les dépenses relatives aux transports ont par contre légèrement reculé (-3%). La répartition géographique des importations de services (hors tourisme) répond à celle des exportations: la plus grande part des services importés provenaient des Etats-Unis, suivis à nouveau par l'Allemagne.

Du côté des revenus primaires (revenus du travail et de capitaux), les dépenses ont été plus élevées que les recettes, contrairement à ce qui est le cas généralement. Il en a résulté un excédent de dépenses de 4 milliards de francs, alors qu'un excédent de recettes de 12 milliards avait été enregistré l'année précédente. Les revenus de capitaux provenant de l'étranger ont globalement progressé de 7 milliards, s'établissant à 116 milliards de francs, en raison de l'évolution des investissements directs, des investissements de portefeuille et des réserves monétaires. Les revenus des capitaux étrangers placés en Suisse (dépenses) ont fortement augmenté (+22 milliards; total: 99 milliards de francs), principalement du fait de la hausse des revenus de capitaux découlant des investissements directs (+19 milliards de francs). Les dépenses liées aux investissements de portefeuille ont elles aussi progressé. Le solde passif des revenus du travail s'est accru de 1 milliard et s'inscrivait à 20 milliards de francs fin 2014.

Les revenus secondaires ont présenté un excédent de dépenses de 17 milliards de francs, en hausse de 5 milliards par rapport à l'année précédente.

## Compte financier

L'acquisition nette d'actifs financiers s'est établie à 28 milliards de francs, contre 115 milliards en 2013. Les entreprises suisses ont exporté 15 milliards de francs sous forme d'investissements directs à l'étranger (2013: 9 milliards). En outre, les investisseurs suisses ont acquis des titres d'émetteurs étrangers, principalement des titres de participation, pour un montant de 8 milliards de francs (2013: 19 milliards). Les réserves monétaires ont fait apparaître une acquisition nette d'actifs financiers de 34 milliards de francs. Le poste *Autres investissements* a en revanche affiché une diminution nette des actifs financiers de 29 milliards de francs (2013: acquisition nette d'actifs financiers de 73 milliards), ce qui s'explique principalement par le fait que les banques commerciales ont réduit leurs créances sur les banques à l'étranger.

Du côté des passifs, une diminution nette de 26 milliards de francs a été enregistrée, contre un accroissement net de 12 milliards en 2013. Ce recul a résulté avant tout du fléchissement des opérations interbancaires transfrontières, qui a été déterminant pour la diminution nette des passifs au titre des autres investissements (-48 milliards de francs, contre un accroissement net de 30 milliards en 2013). Les entreprises étrangères ont par contre placé 20 milliards de francs au titre des investissements directs dans leurs filiales suisses, alors qu'elles avaient rapatrié des fonds à hauteur de 21 milliards en 2013.

## Position extérieure

Pour ce qui est de la position extérieure, les actifs à l'étranger ont progressé de 351 milliards par rapport à 2013, s'établissant à 4 246 milliards de francs. Cette augmentation est due pour plus de la moitié aux variations de valeur résultant de l'évolution des cours boursiers et des cours de change et pour environ un tiers à des modifications statistiques liées à l'introduction des nouvelles enquêtes sur les relations financières avec l'étranger. Les investissements directs ont enregistré la hausse la plus marquée (+141 milliards; total: 1 447 milliards de francs), d'une part en raison de nouvelles acquisitions, et d'autre part du fait de modifications d'ordre statistique. Les investissements de portefeuille se sont accrus de 82 milliards pour s'établir à 1 240 milliards de francs, principalement à la suite de variations de valeur. Les postes *Produits dérivés* et *Autres investissements* ont eux aussi progressé.

Les passifs envers l'étranger, quant à eux, ont augmenté de 293 milliards et se sont inscrits à 3 478 milliards de francs. Cette expansion était due pour moitié à des variations de valeur et pour moitié à des modifications d'ordre statistique. Comme du côté des actifs, les investissements directs ont affiché l'augmentation la plus forte (+172 milliards), pour atteindre 1 094 milliards de francs. Les investissements de portefeuille ont également enregistré une hausse (+117 milliards; total: 1 144 milliards de francs), de même que les produits dérivés (+47 milliards; total: 147 milliards). Le poste *Autres investissements* a par contre reculé de 43 milliards et s'est établi à 1 093 milliards de francs.

**BALANCE SUISSE DES PAIEMENTS – VUE D'ENSEMBLE**

En millions de francs

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Balance des transactions courantes, solde</b>	<b>89935</b>	<b>47369</b>	<b>64346</b>	<b>70776</b>	<b>46909</b>
Recettes	543706	528787	561660	597421	562539
Dépenses	453770	481419	497314	526644	515630
<b>Marchandises et services, solde</b>	<b>62293</b>	<b>48167</b>	<b>59296</b>	<b>70300</b>	<b>67788</b>
Recettes	386851	402450	414290	452451	408586
Dépenses	324558	354283	354994	382150	340798
<b>Marchandises, solde</b>	<b>35659</b>	<b>26111</b>	<b>37789</b>	<b>49931</b>	<b>49499</b>
Recettes	288010	306872	311952	346436	300117
Commerce extérieur	267576	286460	292958	332137	285179
dont commerce extérieur, total <sup>1</sup>	193480	197907	200612	201213	208357
dont or non monétaire	63008	76330	79379	117679	64970
Compléments concernant le commerce extérieur <sup>2</sup>	-7281	-7189	-7920	-9047	-10181
Commerce de transit	27715	27601	26914	23345	25120
Dépenses	252350	280761	274164	296505	250618
Commerce extérieur	256240	283972	277544	298394	252505
dont commerce extérieur, total <sup>1</sup>	173991	174388	176781	177642	178605
dont or non monétaire	70789	96050	88804	109788	65154
Compléments concernant le commerce extérieur <sup>2</sup>	-3889	-3211	-3380	-1890	-1886
<b>Services, solde</b>	<b>26634</b>	<b>22056</b>	<b>21507</b>	<b>20369</b>	<b>18289</b>
Recettes	98841	95578	102337	106015	108469
Dépenses	72208	73522	80830	85646	90180
<b>Revenus primaires, solde</b>	<b>36723</b>	<b>7028</b>	<b>13218</b>	<b>12169</b>	<b>-3919</b>
Recettes	130070	97704	113390	110981	118090
Dépenses	93347	90675	100172	98812	122009
<b>Revenus du travail, solde</b>	<b>-14965</b>	<b>-16802</b>	<b>-18331</b>	<b>-19321</b>	<b>-20450</b>
Recettes	2596	2318	2265	2259	2150
Dépenses	17561	19120	20596	21580	22600
<b>Revenus de capitaux, solde</b>	<b>51688</b>	<b>23830</b>	<b>31548</b>	<b>31490</b>	<b>16531</b>
Recettes	127474	95385	111124	108722	115940
Dépenses	75786	71555	79576	77232	99409
<b>Revenus secondaires, solde</b>	<b>-9081</b>	<b>-7827</b>	<b>-8167</b>	<b>-11693</b>	<b>-16960</b>
Recettes	26784	28634	33980	33989	35863
Dépenses	35865	36461	42148	45682	52823
<b>Transferts en capital, solde</b>	<b>-4641</b>	<b>-8407</b>	<b>-2203</b>	<b>675</b>	<b>-10108</b>
Recettes	359	483	345	1694	445
Dépenses	5000	8890	2548	1019	10553



En millions de francs

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Compte financier (hors produits dérivés), solde</b>	<b>114 428</b>	<b>28 230</b>	<b>89 110</b>	<b>102 302</b>	<b>54 225</b>
Acquisition nette d'actifs financiers	166 790	86 649	200 512	114 679	28 145
Accroissement net des passifs	52 363	58 419	111 402	12 376	-26 079
<b>Investissements directs, solde</b>	<b>58 723</b>	<b>17 500</b>	<b>25 616</b>	<b>30 397</b>	<b>-4 688</b>
Acquisition nette d'actifs financiers	76 979	39 186	49 858	9 490	15 389
Accroissement net des passifs	18 256	21 686	24 242	-20 907	20 077
<b>Investissements de portefeuille, solde</b>	<b>-32 522</b>	<b>12 810</b>	<b>-16 896</b>	<b>15 770</b>	<b>6 172</b>
Acquisition nette d'actifs financiers	-8 251	-6 992	-4 490	19 337	7 888
Accroissement net des passifs	24 271	-19 802	12 407	3 567	1 716
<b>Autres investissements, solde</b>	<b>-49 574</b>	<b>-44 708</b>	<b>-94 200</b>	<b>43 194</b>	<b>18 780</b>
Acquisition nette d'actifs financiers	-39 740	11 827	-19 446	72 909	-29 093
Accroissement net des passifs	9 835	56 535	74 754	29 716	-47 872
<b>Réserves monétaires, solde</b>	<b>137 802</b>	<b>42 628</b>	<b>174 591</b>	<b>12 943</b>	<b>33 961</b>
<b>Produits dérivés, solde</b>	<b>257</b>	<b>-491</b>	<b>-1 485</b>	<b>-779</b>	<b>-143</b>
<b>Ecart statistique</b>	<b>29 391</b>	<b>-11 223</b>	<b>25 482</b>	<b>30 072</b>	<b>17 281</b>

1 Commerce extérieur selon l'Administration fédérale des douanes (AFD).

2 Eléments ajoutés: trafic non contrôlé de marchandises, petits envois, achats de biens dans les ports et aéroports; éléments déduits: services de production manufacturière, marchandises en retour, ajustements CAF (coût, assurance, fret) et FAB (franco à bord) des importations.

Source: BNS.

**POSITION EXTÉRIEURE DE LA SUISSE – VUE D'ENSEMBLE**

En millions de francs

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Actifs à l'étranger</b>	<b>3 472 518</b>	<b>3 607 415</b>	<b>3 861 173</b>	<b>3 894 734</b>	<b>4 246 125</b>
Investissements directs	1 206 171	1 284 229	1 350 943	1 306 295	1 447 024
Investissements de portefeuille	1 090 109	1 054 714	1 123 427	1 158 151	1 239 877
Produits dérivés	135 726	151 741	128 297	105 012	149 445
Autres investissements	788 067	805 338	773 505	847 911	868 578
Réserves monétaires	252 446	311 394	485 001	477 364	541 201
<b>Passifs envers l'étranger</b>	<b>2 679 330</b>	<b>2 774 412</b>	<b>3 069 747</b>	<b>3 184 613</b>	<b>3 477 782</b>
Investissements directs	835 018	919 134	962 905	921 662	1 093 959
Investissements de portefeuille	728 329	655 725	869 385	1 026 491	1 143 792
Produits dérivés	134 538	155 083	126 088	100 268	147 485
Autres investissements	981 446	1 044 470	1 111 369	1 136 192	1 092 546
<b>Position extérieure nette</b>	<b>793 188</b>	<b>833 003</b>	<b>791 426</b>	<b>710 121</b>	<b>768 343</b>
Investissements directs	371 153	365 095	388 037	384 633	353 065
Investissements de portefeuille	361 781	398 989	254 042	131 661	96 085
Produits dérivés	1 188	-3 343	2 209	4 744	1 960
Autres investissements	-193 380	-239 133	-337 864	-288 282	-223 968
Réserves monétaires	252 446	311 394	485 001	477 364	541 201

Source: BNS.

**NÉGOCE DE L'OR**

La présente publication se conclut par un thème spécial sur le négoce de l'or. Ce chapitre décrit les importations et les exportations d'or effectuées par les pays actifs dans ce négoce en 2013 et présente les acteurs suisses. Il retrace en outre l'évolution des importations et des exportations d'or de la Suisse entre 1984 et 2014, et analyse le comportement des investisseurs depuis le début de la crise financière. Enfin, il montre comment le négoce de l'or était enregistré jusqu'ici dans la balance des paiements de la Suisse et quelles sont les conséquences de la nouvelle méthode de comptabilisation.

# 2

## Balance des paiements

### BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES

L'évolution économique en Suisse et à l'étranger ainsi que la situation sur les marchés financiers influent de manière déterminante sur les principales composantes de la balance des transactions courantes, à savoir les échanges de marchandises et de services et les revenus primaires, qui englobent les revenus de capitaux (revenus tirés des investissements directs, des investissements de portefeuille, des autres investissements et des réserves monétaires) et les revenus du travail. Jusqu'en 2010, les revenus primaires ont joué un rôle prépondérant dans l'évolution de la balance des transactions courantes; depuis, les échanges de marchandises ont pris le relais. Dans les revenus primaires, les revenus issus des investissements directs subissent les plus fortes fluctuations. De substantielles variations sont également observées dans les échanges de marchandises, qui comprennent non seulement le commerce extérieur, sensible à la conjoncture, mais aussi le négoce de l'or non monétaire et le commerce de transit. Le négoce de l'or est particulièrement volatil. Dans le domaine des services, les variations du tourisme, des services financiers, des droits de licence et des services aux entreprises peuvent influencer considérablement sur la balance des transactions courantes. Quant aux revenus secondaires (transferts courants), ils enregistrent généralement un excédent de dépenses aussi bien du côté du secteur public que de celui du secteur privé.

En 2008, le solde de la balance des transactions courantes est tombé à son plus bas niveau en raison d'un excédent de dépenses enregistré au titre des revenus primaires dans le sillage de la crise financière. L'excédent de recettes au titre du commerce de marchandises a progressé depuis 2011, alors que le solde des revenus primaires tend à fléchir depuis 2010 et qu'il est même redevenu légèrement négatif en 2014. Du côté des marchandises, l'augmentation de l'excédent de recettes a découlé principalement du commerce extérieur, total 1. Dans les revenus primaires, les recettes nettes tirées des investissements directs ont joué un rôle déterminant. L'excédent de recettes résultant des échanges de services a diminué au cours des sept dernières années. L'excédent de dépenses au titre des revenus secondaires a augmenté depuis 2011.

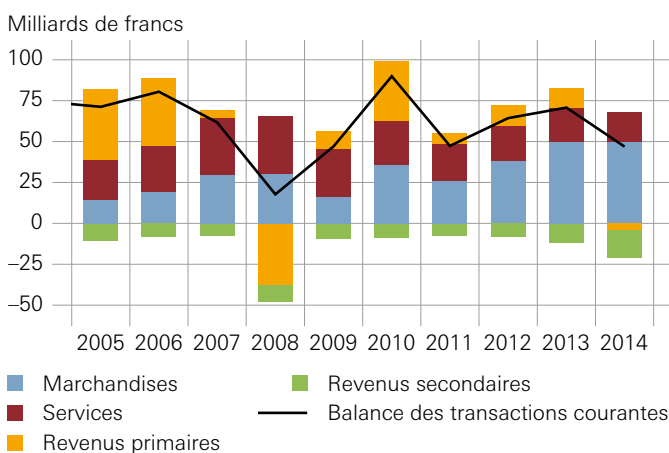
De 2008 à 2014, le solde de la balance des transactions courantes a fluctué entre 18 milliards et 90 milliards de francs. En 2014, il s'établissait à 47 milliards de francs, ce qui correspond à 7% du produit intérieur brut.

### MARCHANDISES

Dans la balance des paiements, les échanges de marchandises comprennent le commerce extérieur, le commerce de transit ainsi que les *Compléments concernant le commerce extérieur*. Le commerce extérieur, total 1, selon l'AFD, subit principalement les effets de l'évolution de la conjoncture en Suisse et à l'étranger ainsi que des cours de change. De fortes variations tant des quantités que des prix peuvent influencer sur l'évolution du négoce de l'or et du *Reste du commerce extérieur*. Dans ce dernier, le commerce de métaux précieux et de pierres gemmes joue un rôle déterminant. Le commerce de transit (*merchandising*) dépend lui aussi en grande partie de la conjoncture mondiale comme de la demande étrangère de matières premières et, partant, des prix des marchandises échangées. Par commerce de transit on entend les échanges internationaux de marchandises dans lesquels une entreprise ayant son siège en Suisse

Graphique 1

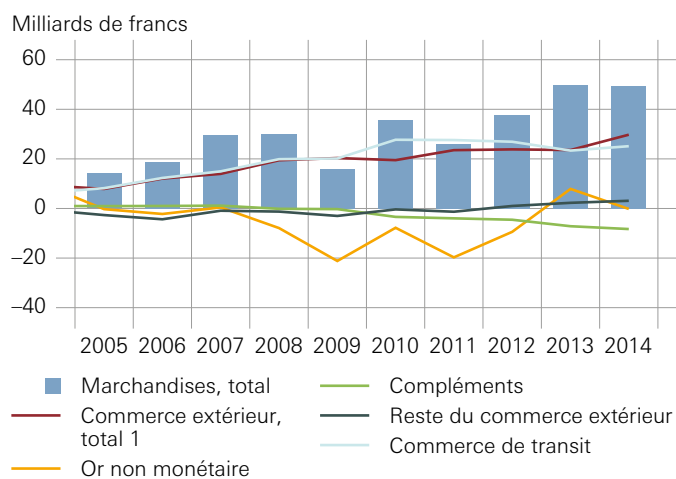
### SOLDE DE LA BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES



Source: BNS.

Graphique 2

### MARCHANDISES, SOLDE



Sources: AFD et BNS.

achète des marchandises sur le marché mondial et les revend à l'étranger sans qu'elles passent par la Suisse. Le commerce de transit porte sur les matières premières, en particulier les produits énergétiques, mais aussi sur les produits finis et semi-finis. Dans la balance des transactions courantes, les revenus nets tirés du commerce de transit sont comptabilisés en tant que recettes résultant des marchandises. Les *Compléments concernant le commerce extérieur* et les données de la statistique du commerce extérieur de l'AFD constituent ensemble les échanges de marchandises de la balance des paiements. Ce poste englobe également le trafic non contrôlé de marchandises, les petits envois, les achats de biens dans les ports et les aéroports ainsi que le commerce de navires. Les exportations et les importations en rapport avec les services de production manufacturière ainsi qu'avec les marchandises en retour sont quant à elles portées en déduction. Les importations comme les exportations sont prises en compte selon une estimation FAB (franco à bord). Dans la statistique du commerce extérieur de l'AFD, par contre, les importations sont recensées en données CAF (coût, assurance et fret).

L'évolution du solde des échanges de marchandises est déterminée, comme l'expérience le montre, par le négoce de l'or, qui a enregistré entre 2005 et 2012 des soldes négatifs parfois considérables. Un excédent de recettes a toutefois été observé en 2013. En 2014, les exportations et les importations étaient presque équilibrées. Dans le commerce extérieur, total 1, l'excédent de recettes a augmenté au cours des dix dernières années, passant de 8 milliards à 30 milliards de francs. Au cours de la même période, les revenus nets générés par le commerce de transit se sont eux aussi accrus pour atteindre 25 milliards de francs, contre 8 milliards en 2005.

Selon la statistique du commerce extérieur de l'AFD, l'Allemagne a été le principal acquéreur de produits suisses (près de 20% du total des exportations), suivie par les Etats-Unis (environ 10%), la France et l'Italie (chacune à hauteur de 7%). L'Allemagne a été également le plus important fournisseur de marchandises. Ses livraisons à la Suisse ont représenté environ un tiers du total des importations, tandis que celles de la France comme celles de l'Italie s'inscrivaient à 10%. Ces dernières années, les échanges avec l'Allemagne et avec l'UE ont débouché sur des importations nettes. Vis-à-vis des Etats-Unis et de l'Asie, la Suisse a en revanche enregistré des exportations nettes.

Tableau 3

### COMMERCE EXTÉRIEUR, TOTAL 1: VENTILATION PAR ZONES ÉCONOMIQUES, 2014.

	Exportations En milliards de francs	Importations En milliards de francs	Exportations Variation par rapport à l'année précédente en %	Importations Variation par rapport à l'année précédente en %	Solde En milliards de francs
UE <sup>1</sup>	114,0	130,6	3,2%	-1,0%	-16,5
dont Allemagne	38,6	51,3	2,8%	-0,9%	-12,6
dont France	15,0	14,4	5,8%	-2,3%	0,6
dont Italie	13,8	17,6	-5,1%	-3,3%	-3,9
Etats-Unis	25,9	10,9	11,1%	11,0%	15,0
Asie	45,3	27,6	3,0%	6,6%	17,9
dont Chine	8,8	12,1	7,4%	6,7%	-3,3
Amérique latine	6,6	2,8	-2,2%	-1,8%	3,8
Autres pays	16,6	6,7			9,8
<b>Total</b>	<b>208,4</b>	<b>178,6</b>	<b>3,6%</b>	<b>0,5%</b>	<b>30,0</b>

1 Jusqu'à 2013: UE à 27; à partir de 2014: UE à 28.

Source: AFD.

## SERVICES

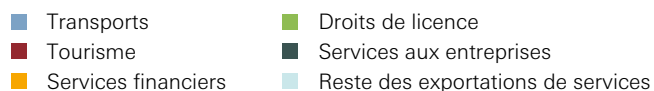
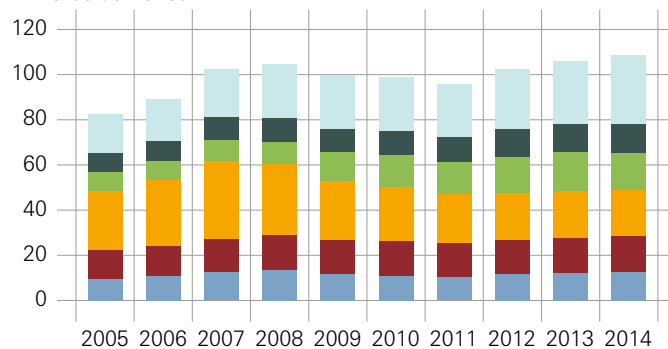
Dans les exportations de services, les services financiers n'ont cessé de reculer depuis 2007, mais ils restent la composante la plus importante des exportations de services, auxquelles ils ont contribué à hauteur d'environ 19% en 2014. La part des recettes découlant du tourisme a été relativement stable ces dernières années (15%), comme celle des services aux entreprises (13%), lesquels réunissent les services de conseil ainsi que les services techniques et les services liés au négoce. Au cours des dernières années, la part des services en matière de transports est restée elle aussi presque inchangée (12%). En revanche, la part des recettes tirées des droits de licence a eu tendance à croître depuis 2006 – elle était alors de 9% – pour s'établir à 15% en 2014. Le *Reste des exportations de services* englobe les services de production manufacturière, la maintenance et la réparation, les services de construction, les prestations d'assurances, les services de télécommunications, d'informatique et d'information, la recherche et le développement de même que les autres services. Au sein de ce groupe, les recettes issues de la recherche et du développement ainsi que des services de télécommunications, d'informatique et d'information ont fortement augmenté. En 2014, elles ont atteint respectivement 3% et 11%, soit de nouveaux records, contre 1% et 7% en 2007. Les autres composantes n'ont guère fluctué.

Du côté des importations de services, la part la plus importante revient aux services aux entreprises (environ 23% en 2014). Celle du tourisme s'est établie à 17%, soit un niveau légèrement supérieur à ce qui est observé du côté des exportations; elle n'a guère fluctué ces dernières années. De même, la part des services en matière de transports (13%) a été un peu plus élevée du côté des importations que de celui des exportations, mais est demeurée elle aussi plutôt stable au cours de cette période. En 2014, les dépenses au titre des droits de licence ont constitué 14% du total des importations de services, soit une part légèrement inférieure à celle des exportations. Cette part a toutefois gardé une tendance à la hausse (+7% depuis 2006). La part des services financiers, qui était de 10% en 2008, a fléchi, passant à 4% en 2014. Les autres composantes de la catégorie *Reste des importations de services* n'ont enregistré que de légères variations, voire aucune variation ces dernières années.

Graphique 3

### EXPORTATIONS DE SERVICES

Milliards de francs

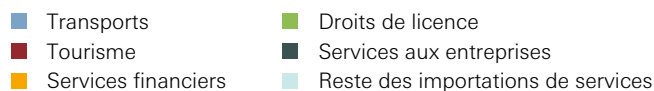
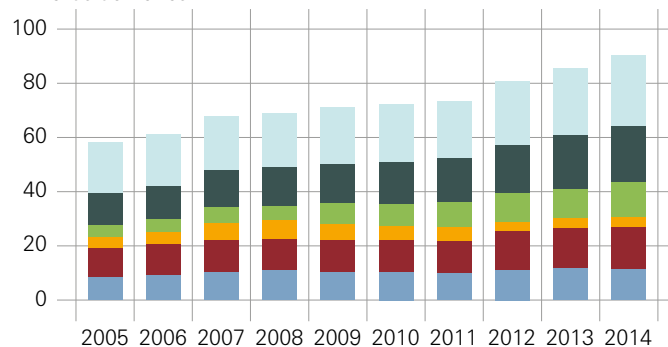


Source: BNS.

Graphique 4

### IMPORTATIONS DE SERVICES

Milliards de francs



Source: BNS.

En valeur, les exportations de services ont diminué quelque peu entre 2008 et 2011, puis ont enregistré une croissance continue, tout comme les importations de services. Les services aux entreprises, les droits de licence ainsi que les services de télécommunications, d'informatique et d'information ont en particulier progressé, alors que les services financiers, les services en matière de transports et les prestations d'assurances ont eu tendance à stagner. Du côté des importations, les dépenses se sont accrues dans toutes les catégories importantes, notamment dans celles des services aux entreprises et des droits de licence.

Les exportations de services ont eu pour principale destination les Etats-Unis, suivis par l'Allemagne. Du côté des importations, la plupart des services ont été fournis par les Etats-Unis, suivis également par l'Allemagne.

Tableau 4

#### COMMERCE DE SERVICES: VENTILATION PAR ZONES ÉCONOMIQUES, 2014<sup>1</sup>

	Exportations En milliards de francs	Importations En milliards de francs	Exportations Variation par rapport à l'année précédente en %	Importations Variation par rapport à l'année précédente en %	Solde En milliards de francs
UE <sup>2</sup>	41,4	39,1	2,6%	4,8%	2,3
dont Allemagne	10,4	10,7	6,6%	3,8%	-0,3
dont France	5,2	5,3	0,6%	-3,1%	-0,1
dont Italie	3,1	2,2	-12,9%	5,9%	1,0
Etats-Unis	16,3	17,3	13,4%	12,6%	-1,0
Asie	11,8	8,3	4,7%	-8,3%	3,5
dont Chine	2,2	1,3	1,0%	-17,9%	0,9
Amérique latine	3,1	1,2	-1,9%	0,9%	1,9
Autres pays	19,9	8,5	-6,7%	10,8%	11,3
<b>Total<sup>1</sup></b>	<b>92,5</b>	<b>74,4</b>	<b>2,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>18,0</b>

<sup>1</sup> Hors tourisme.

<sup>2</sup> Jusqu'à 2013: UE à 27; à partir de 2014: UE à 28.

Source: BNS.

## REVENUS PRIMAIRES

### Revenus du travail

Les revenus du travail qui proviennent de l'étranger (recettes) comprennent principalement les salaires versés aux personnes ayant leur domicile en Suisse et y travaillant pour des organisations internationales. Ces dernières sont considérées comme des entités extraterritoriales, c'est-à-dire comme non-résidentes. Les revenus du travail versés à l'étranger (dépenses) correspondent principalement aux salaires payés aux frontaliers étrangers. En 2014, les recettes résultant des revenus du travail se sont établies à seulement 10% des dépenses; elles n'ont guère fluctué au cours des dernières années. Les dépenses au titre des revenus du travail n'ont en revanche cessé de croître en raison de l'augmentation du nombre de frontaliers étrangers et se sont élevées à 23 milliards de francs en 2014.

### Revenus de capitaux

L'évolution des recettes tirées des placements de capitaux suisses à l'étranger et des dépenses liées aux placements de capitaux étrangers en Suisse dépend du volume des fonds investis – qui sont comptabilisés dans la position extérieure –, mais aussi du niveau des taux d'intérêt, des résultats des entreprises et des cours de change. Dans la position extérieure, les investissements directs et les investissements de portefeuille effectués à l'étranger (actifs) sont nettement plus élevés que ceux réalisés en Suisse (passifs). Par conséquent, les recettes sont en général supérieures aux dépenses pour ces deux composantes. Les revenus issus des autres investissements sont déterminés par les intérêts sur les créances et engagements des banques et des sociétés non financières. Les créances sur l'étranger et les engagements envers l'étranger au titre des crédits des banques varient fortement, mais de manière relativement synchrone. Il en résulte d'importantes fluctuations des recettes et des dépenses.

En règle générale, l'évolution des revenus de capitaux tirés des actifs à l'étranger et des passifs envers l'étranger est déterminée par les revenus provenant des investissements directs. Au cours des dix dernières années, ceux-ci ont découlé majoritairement des résultats des entreprises, et dans une moindre mesure, des stocks d'investissements directs. Il convient toutefois de relever que ces stocks sont recensés à leur valeur comptable, et non à leur valeur de marché.

De 2005 à 2014, les recettes issues des placements de capitaux suisses à l'étranger ont fluctué entre 94 et 149 milliards de francs. En 2014, elles se sont inscrites à 116 milliards de francs. Les revenus tirés des investissements directs ont en particulier subi de fortes variations. En 2008, par exemple, les recettes ont été exceptionnellement faibles (11 milliards de francs) en raison des pertes enregistrées par les filiales à l'étranger des banques. En 2014, elles se sont établies à 69 milliards de francs. Ces dernières années, les revenus résultant des investissements de portefeuille ont été relativement stables, s'élevant à 29 milliards de francs en moyenne.

Graphique 5

### REVENUS DU TRAVAIL

Milliards de francs

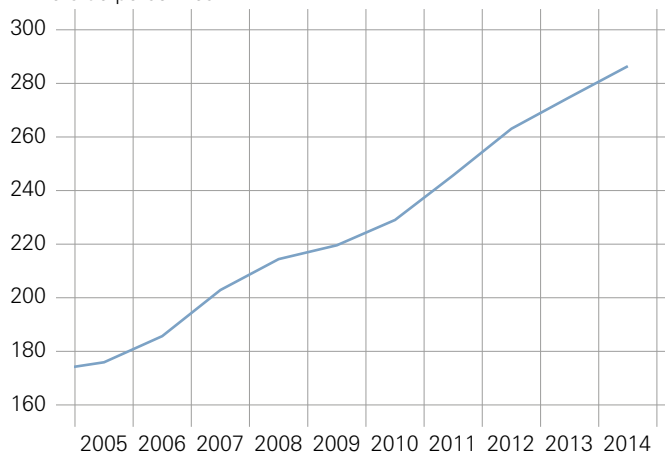


Source: BNS.

Graphique 6

### FRONTALIERS

Milliers de personnes

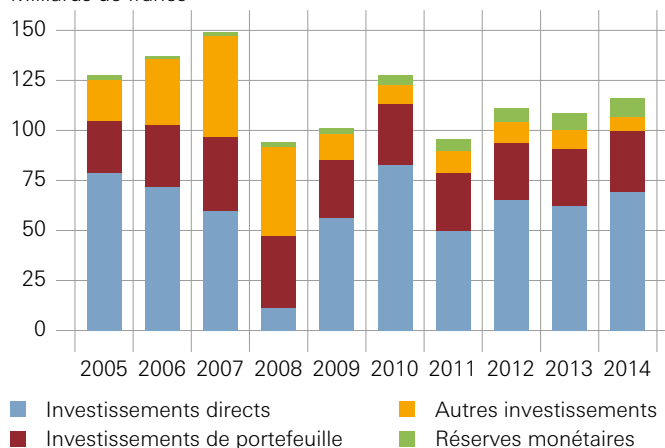


Source: Office fédéral de la statistique.

Graphique 7

### REVENUS DE CAPITAUX, RECETTES

Milliards de francs



Source: BNS.

Ceux des autres investissements ont passé de 50 milliards en 2007 à 7 milliards de francs en 2014. En revanche, les revenus issus des réserves monétaires ont affiché une hausse continue depuis 2008, parallèlement aux réserves monétaires elles-mêmes. La part des réserves monétaires dans le total des recettes a été de 8% en 2014 (soit 10 milliards de francs), contre seulement 2% en 2008.

Les dépenses liées aux placements de capitaux étrangers en Suisse ont oscillé entre 72 et 131 milliards de francs pendant la période 2005-2014. Les revenus tirés des investissements de portefeuille ont affiché, du côté des dépenses, une croissance faible mais continue après un court repli en 2009; en 2014, ils se sont établis à 30 milliards de francs. Dans les investissements directs, en revanche, les revenus sont sujets à des variations fréquentes. En 2014, ils se sont élevés à 59 milliards de francs. Toujours du côté des dépenses, les revenus découlant des autres investissements sont passés de 21 milliards de francs en 2005 à 52 milliards en 2007, puis sont retombés à un niveau proche de celui de 2005. En 2014, ils se sont établis à 10 milliards de francs.

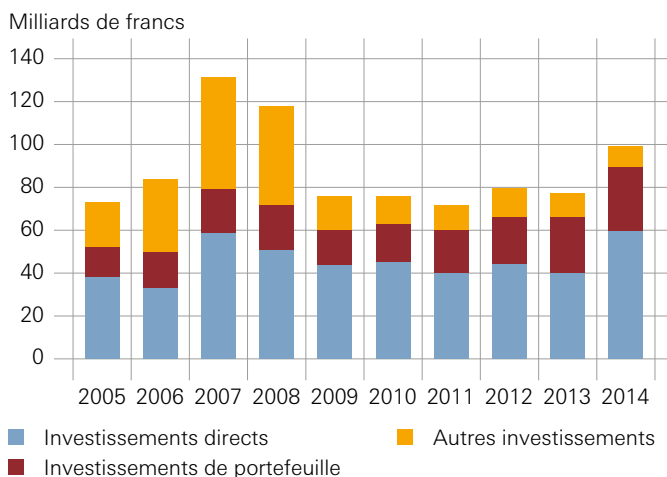
### REVENUS SECONDAIRES

L'évolution des revenus secondaires (transferts courants) dépend des compagnies d'assurances (transferts du secteur privé), tant du côté des recettes que de celui des dépenses. Les primes encaissées par les compagnies d'assurances (hors part destinée aux prestations) sont comptabilisées dans les recettes; les montants versés à la suite de sinistres sont pris en compte dans les dépenses. Les virements des immigrés vers leur pays d'origine constituent un poste de dépenses important dans les transferts du secteur privé. Les transferts du secteur public comprennent quant à eux les recettes des assurances sociales suisses provenant de l'étranger (cotisations), les rentes versées à l'étranger ainsi que les recettes (principalement des impôts et des taxes) et dépenses (essentiellement des virements aux organisations internationales) des collectivités publiques.

Les transferts du secteur public comme ceux du secteur privé ont augmenté depuis 2010, et ce tant du côté des recettes que de celui des dépenses. Les dépenses ont cependant affiché une croissance plus forte que les recettes.

Graphique 8

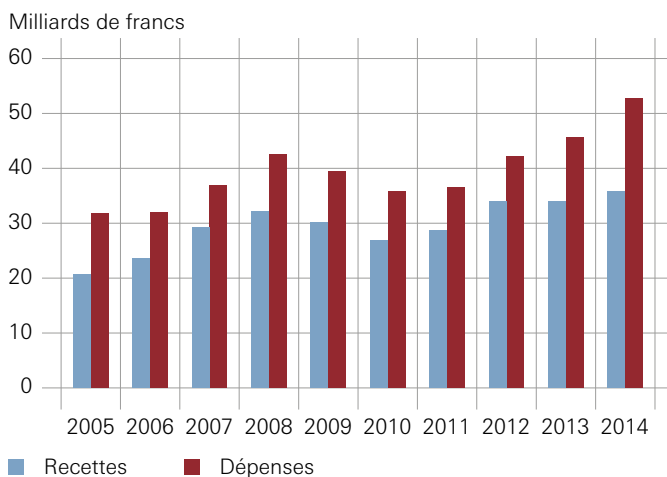
### REVENUS DE CAPITAUX, DÉPENSES



Source: BNS.

Graphique 9

### REVENUS SECONDAIRES



Source: BNS.



## TRANSFERTS EN CAPITAL

Les transferts en capital comprennent les échanges d'actifs corporels non produits (par exemple achats et ventes de licences et de droits relatifs à des marques) ainsi que d'autres transferts (par exemple remises de dettes, règlements, prestations de garantie, successions). Au cours des dernières années, les transferts en capital ont principalement porté sur les dépenses découlant d'échanges d'actifs corporels non produits, qui peuvent enregistrer de fortes fluctuations. Les autres transferts en capital, qui sont essentiellement des dépenses de la Confédération dans le domaine de l'aide au développement, sont bien plus faibles.

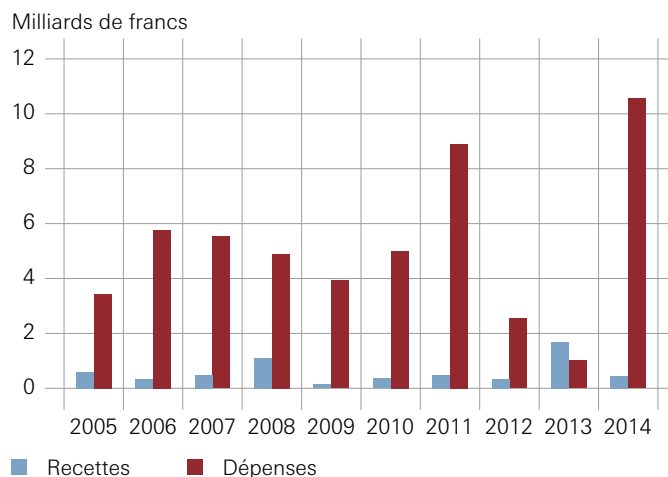
## COMPTE FINANCIER

Dans le compte financier, l'acquisition nette d'actifs financiers a généralement été supérieure à l'accroissement net des passifs ces dix dernières années. Le solde de l'acquisition nette d'actifs financiers et de l'accroissement net des passifs correspond à l'augmentation de la position extérieure nette compte tenu des investissements transfrontières. Il reflète également le solde traditionnellement positif de la balance des transactions courantes, qui résulte de l'épargne nette générée par l'économie suisse.

Jusqu'en 2008, le solde du compte financier était déterminé par le solde des investissements directs et celui des investissements de portefeuille. Depuis, le sens et l'ampleur des différentes composantes présentent d'importantes fluctuations. La composante *Autres investissements* est généralement influencée par les opérations de crédits et de dépôts des banques commerciales avec l'étranger. Depuis 2008, les transactions de la Banque nationale ont également une influence déterminante sur cette composante. Pour ce qui concerne les réserves monétaires, elles ont eu, jusqu'à 2008, une influence négligeable sur le compte financier. En 2009, la Banque nationale a commencé à effectuer d'importants achats de devises, ce qui a fortement favorisé l'acquisition nette d'actifs financiers. En 2014, celle-ci s'est élevée à 34 milliards de francs.

Graphique 10

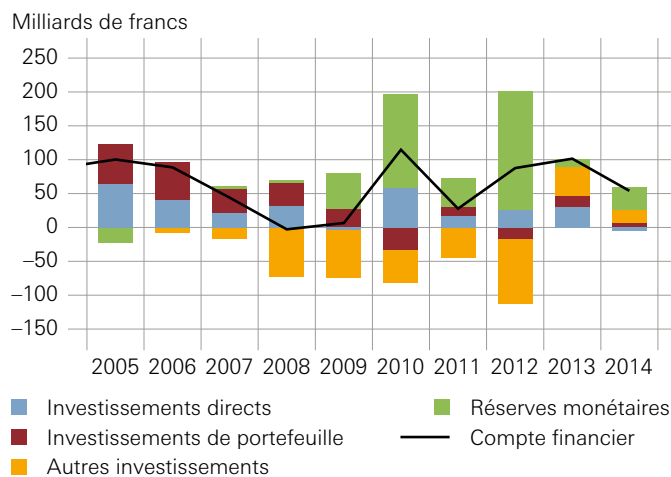
## TRANSFERTS EN CAPITAL



Source: BNS.

Graphique 11

## COMPTE FINANCIER, SOLDE



Source: BNS.

## INVESTISSEMENTS DIRECTS

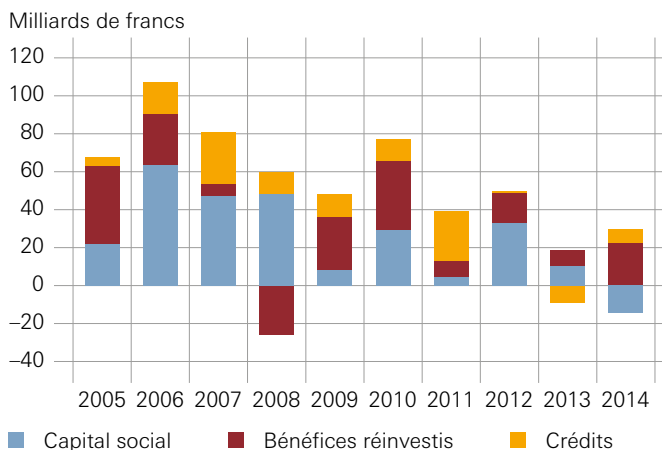
Les investissements directs reflètent les relations financières entre les entreprises établies en Suisse et leurs participations et investisseurs domiciliés à l'étranger. Il y a investissement direct quand un investisseur détient une participation d'au moins 10% (avec droit de vote) dans le capital d'une entreprise sise à l'étranger, ou fonde une filiale ou une succursale à l'étranger. L'investissement direct peut prendre la forme de capital social (fondation, acquisition, augmentation du capital d'une filiale existante), de bénéfices réinvestis ou de crédits. Ce qui distingue un investissement direct d'un investissement de portefeuille, c'est le fait que l'investisseur s'intéresse à l'entreprise sur le long terme et qu'il exerce une influence sur l'activité de celle-ci. Le principal but qu'il poursuit, c'est de conquérir de nouveaux marchés. Mais la décision d'investir est également motivée par des considérations sur l'accès aux ressources (travail, capital, terres) et aux technologies, ainsi que sur les différences de coûts de production entre les différents pays. Pour les sociétés financières et holdings, l'investissement direct est notablement motivé par des considérations fiscales. L'évolution des investissements directs de ce groupe de branches dépend souvent de facteurs spécifiques aux entreprises concernées.

Dans les investissements directs, l'acquisition nette d'actifs financiers s'est inscrite en 2006 à un niveau record de plus de 100 milliards de francs, principalement du fait d'importantes acquisitions réalisées dans l'industrie. Les années suivantes, la crise financière a amené les entreprises suisses à réduire fortement leurs investissements, notamment du fait des pertes subies par les banques et les compagnies d'assurances. Depuis le pic atteint en 2006, les investissements directs sont donc fortement orientés à la baisse. En 2014, à la suite d'importantes fluctuations, ils se sont inscrits à seulement 15 milliards de francs.

Dans la dernière décennie, l'accroissement net des passifs a affiché une forte volatilité, passant d'un plus haut de 67 milliards de francs en 2006 à une diminution nette de 21 milliards en 2013. En 2014, il s'est inscrit à 20 milliards de francs, soit légèrement en dessous de la moyenne des dix dernières années (25 milliards).

Graphique 12

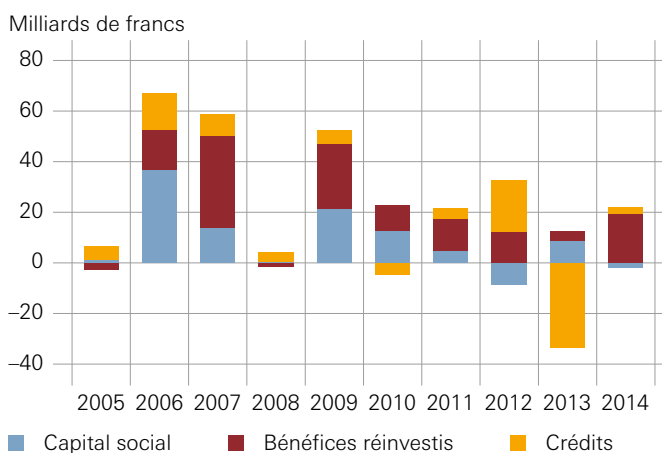
### INVESTISSEMENTS DIRECTS: ACQUISITION NETTE D'ACTIFS FINANCIERS



Source: BNS.

Graphique 13

### INVESTISSEMENTS DIRECTS: ACCROISSEMENT NET DES PASSIFS



Source: BNS.

## INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE

Les investissements de portefeuille englobent les titres de créance (obligations et papiers monétaires) et les titres de participation (actions et placements collectifs) qui n'entrent ni dans les investissements directs ni dans les réserves monétaires. Plus de la moitié des investissements de portefeuille à l'étranger sont réalisés par l'acquisition de titres de créance.

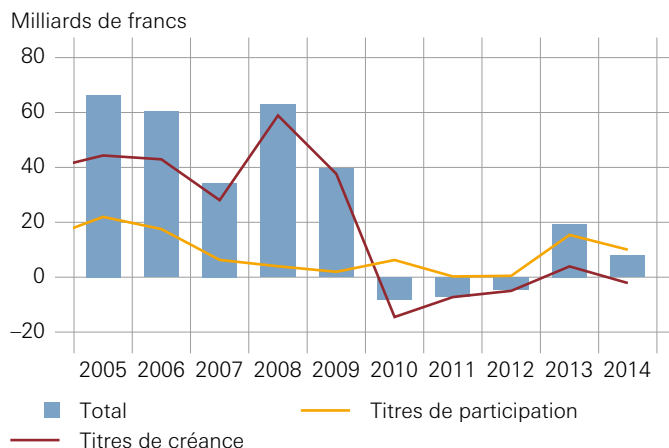
Pour les investissements de portefeuille, l'acquisition nette d'actifs financiers (achats de titres d'émetteurs étrangers par des investisseurs suisses) est généralement bien plus élevée que l'accroissement net des passifs (achats de titres d'émetteurs suisses par des investisseurs étrangers). Cette caractéristique découle de l'épargne nette générée par l'économie suisse et du volume relativement restreint des émissions sur le marché suisse des capitaux.

Jusqu'en 2010, les investisseurs suisses ont majoritairement acquis des titres de créance. Entre 2010 et 2012, ils ont, pour la première fois, vendu en grande quantité davantage de titres de créance d'émetteurs étrangers qu'ils n'en ont acquis, ce qui a entraîné une diminution nette des actifs financiers. Les deux années suivantes ont marqué une reprise des investissements; mais contrairement aux années précédentes, les investisseurs suisses ont principalement acheté des titres de participation, sans doute en raison du bas niveau des taux d'intérêt. En 2014, le montant de leurs acquisitions de titres d'émetteurs étrangers s'est élevé à 8 milliards de francs.

Les investisseurs étrangers, quant à eux, ont marqué une nette préférence pour les actions dans leurs achats de titres d'émetteurs suisses. Entre 2008 et 2012, l'accroissement net des passifs a enregistré de fortes fluctuations. Le niveau élevé auquel les titres de participation se sont inscrits en 2008 a découlé de fonds que se sont procurés les grandes banques suisses. L'évolution des titres de créance entre 2010 et 2011 s'explique principalement par les achats de Bons de la BNS émis par la Banque nationale, qui ont été remboursés ou rachetés l'année suivante. Dans les trois dernières années, les investissements se sont normalisés et ont retrouvé leur volume d'avant la crise financière. Les achats de titres de participation et les ventes de titres de créance ont conduit en 2014 à un accroissement net des passifs de 2 milliards de francs.

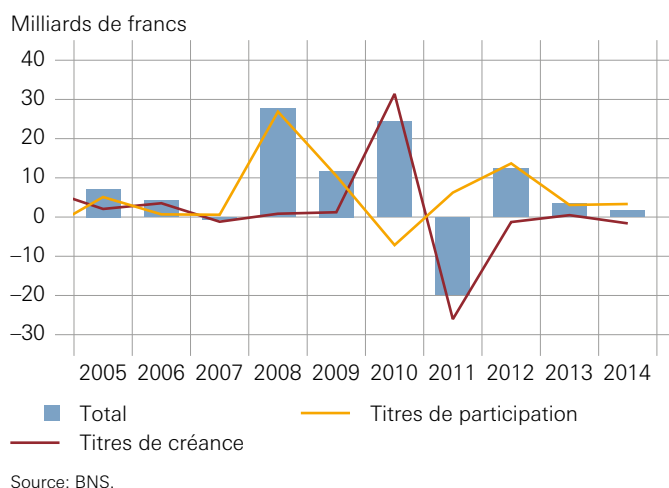
Graphique 14

### INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE: ACQUISITION NETTE D'ACTIFS FINANCIERS



Graphique 15

### INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE: ACCROISSEMENT NET DES PASSIFS



## AUTRES INVESTISSEMENTS

Le poste *Autres investissements* est subdivisé en *Numéraire et dépôts*, *Crédits* et *Acquisition nette d'actifs financiers, autres* ou *Accroissement net des passifs, autres*.

Les composantes *Numéraire et dépôts* et *Crédits* sont subdivisées, conformément aux comptes nationaux, en *Banque nationale*, *Banques*, *Collectivités publiques* et *Autres secteurs*. Le poste *Autres investissements* est principalement déterminé par le secteur *Banques*.

Le secteur *Banques* regroupe essentiellement les opérations passées avec les banques et la clientèle domiciliées à l'étranger. Les opérations interbancaires prédominent. Jusqu'en 2007, les banques ont fortement accru leurs créances (acquisition nette d'actifs financiers) et engagements (accroissement net des passifs) vis-à-vis des banques domiciliées à l'étranger. En 2008, la crise financière a entraîné un recul prononcé, qui s'est poursuivi les années suivantes, d'où une diminution de plus de la moitié des stocks d'actifs et de passifs des opérations interbancaires transfrontières. Les opérations de crédits et de dépôts passées avec les clients domiciliés à l'étranger ont enregistré depuis 2008 d'importantes entrées de fonds (accroissement net des passifs). En 2009, ces entrées s'inscrivaient à plus de 100 milliards de francs. Cette évolution s'explique sans doute en partie par le fait que la clientèle domiciliée à l'étranger a réduit ses placements fiduciaires à l'étranger au profit de dépôts dans des

banques domiciliées en Suisse. En 2014, l'accroissement net des passifs a été relativement faible (13 milliards de francs).

Les autres investissements des entreprises comprennent les transactions qui ne concernent ni les investissements directs ni les investissements de portefeuille. Ils recouvrent principalement des crédits accordés au sein de groupes par des sociétés financières (hors banques). En 2014, une diminution nette a été enregistrée tant du côté des actifs que de celui des passifs.

Dans le secteur *Banque nationale*, les autres investissements englobent les créances et engagements en rapport avec les swaps et les pensions de titres, mais aussi d'autres créances et engagements (hors réserves monétaires) vis-à-vis d'autres instituts d'émission et de banques commerciales établies à l'étranger. Par ailleurs, l'accroissement net des passifs comprend également les billets de banque détenus par des personnes domiciliées à l'étranger. Jusqu'en 2006, les opérations de la Banque nationale ont porté sur de faibles montants. Après la crise financière de 2008, une importante acquisition nette d'actifs financiers et un fort accroissement net des passifs ont été enregistrés, mais ils ont été rapidement résorbés. En 2014, ce poste a présenté une acquisition nette d'actifs financiers de 6 milliards de francs et un accroissement net des passifs de 15 milliards.

Tableau 5

## AUTRES INVESTISSEMENTS

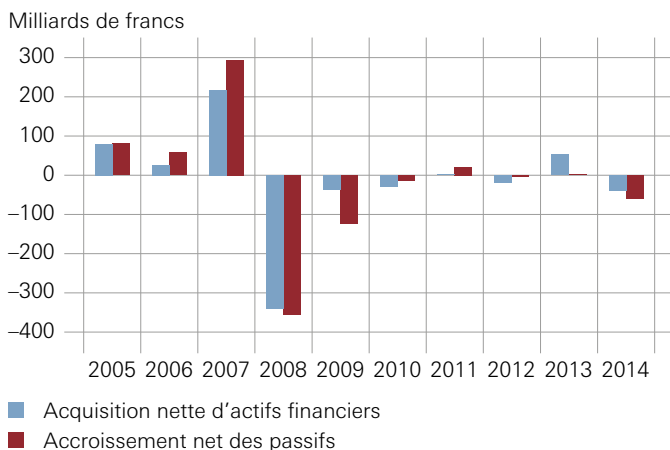
En milliards de francs

	2012	2013	2014
<b>Acquisition nette d'actifs financiers (créances)</b>	<b>-19,4</b>	<b>72,9</b>	<b>-29,1</b>
Numéraire et dépôts	-38,8	64,5	-29,7
dont banques	-18,9	53,4	-34,4
dont autres secteurs	-9,9	8,1	-1,7
Crédits	19,5	8,4	1,3
dont banques	17,5	15,2	6,4
dont autres secteurs	2,0	-6,8	-5,1
Acquisition nette d'actifs financiers, autres	-0,1	-0,0	-0,7
<b>Accroissement net des passifs (engagements)</b>	<b>74,8</b>	<b>29,7</b>	<b>-47,9</b>
Numéraire et dépôts	74,6	36,1	-32,9
dont banques	55,2	31,7	-46,9
dont autres secteurs	0,5	0,1	-1,6
Crédits	3,0	-2,7	-11,3
dont banques	-	-	-
dont autres secteurs	3,2	-2,5	-11,2
Accroissement net des passifs, autres	-2,8	-3,6	-3,6

Source: BNS.

Graphique 16

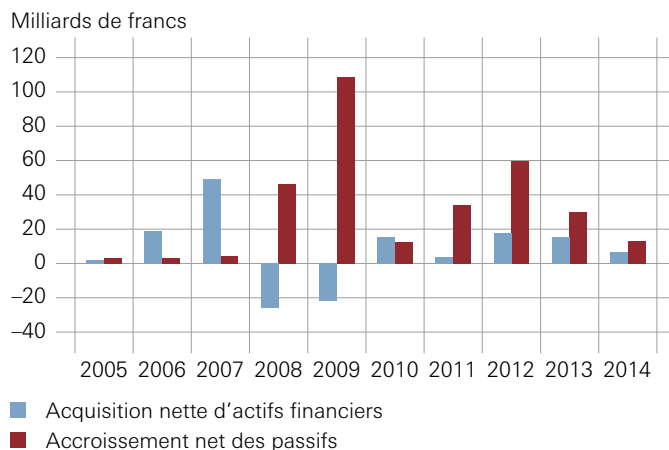
**AUTRES INVESTISSEMENTS: BANQUES, CRÉANCES ET ENGAGEMENTS VIS-À-VIS DES BANQUES**



Source: BNS.

Graphique 17

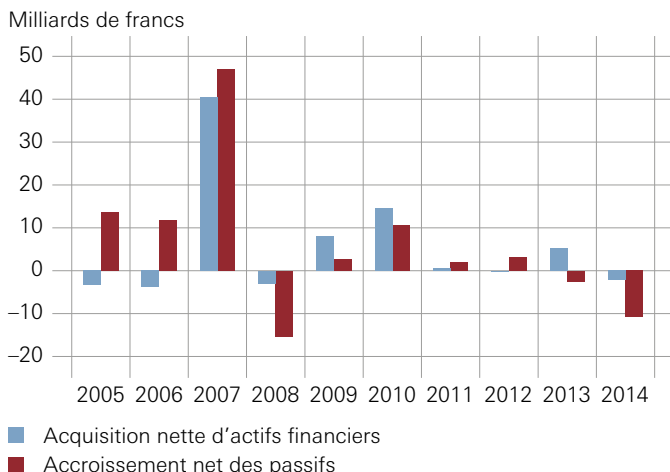
**AUTRES INVESTISSEMENTS: BANQUES, CRÉANCES ET ENGAGEMENTS VIS-À-VIS DE LA CLIENTÈLE**



Source: BNS.

Graphique 18

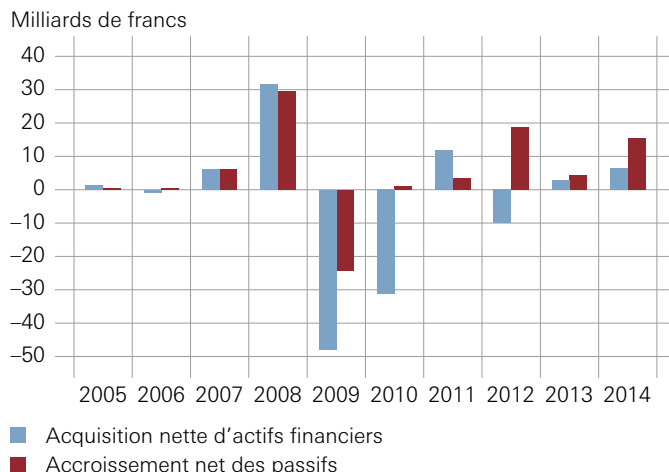
**AUTRES INVESTISSEMENTS: ENTREPRISES**



Source: BNS.

Graphique 19

**AUTRES INVESTISSEMENTS: BANQUE NATIONALE**



Source: BNS.

## RÉSERVES MONÉTAIRES

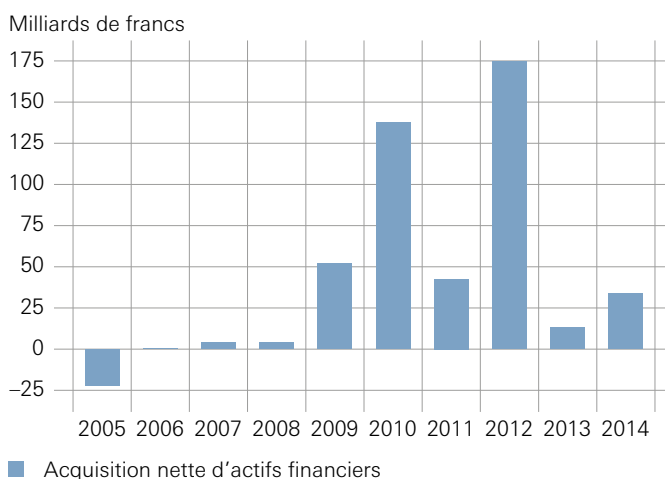
Les réserves monétaires sont constituées principalement d'or et de placements de devises. En 2005, le produit des ventes d'or de la Banque nationale a été attribué à la Confédération et aux cantons. Ces opérations ont entraîné une diminution des réserves monétaires. Depuis 2009, la Banque nationale est parfois intervenue largement sur le marché des changes dans le cadre de sa politique monétaire. Il en a découlé une augmentation considérable de ses réserves monétaires, notamment en 2010 et en 2012. En 2014, ce poste a présenté une acquisition nette d'actifs financiers de 34 milliards de francs.

## PRODUITS DÉRIVÉS

Les produits dérivés sont des contrats portant sur des opérations à terme dont la valeur dépend d'actifs sous-jacents (instruments financiers, indices ou marchandises). La balance des paiements présente pour ce poste les paiements nets effectués vers et depuis l'étranger. La fluctuation des cours des instruments financiers sous-jacents peut entraîner une variation dans le solde de ces paiements. C'est pourquoi il est courant de présenter leur valeur nette dans la balance des paiements. Les produits dérivés ont une autre particularité: ils ne génèrent en principe aucun flux de paiement lors de la conclusion d'un contrat, mais seulement lors de son exécution ou à son échéance. Les produits dérivés sont présentés depuis 2005 dans le compte financier. Malgré des chiffres d'affaires en général élevés, l'expérience montre que le flux de paiement comptabilisé est faible. Entre 2005 et 2014, il a varié entre un solde positif de 3 milliards de francs et un solde négatif de 4 milliards. Depuis 2005, les flux de paiement se compensent globalement.

Graphique 20

## RÉSERVES MONÉTAIRES



Source: BNS.

## ÉCART STATISTIQUE

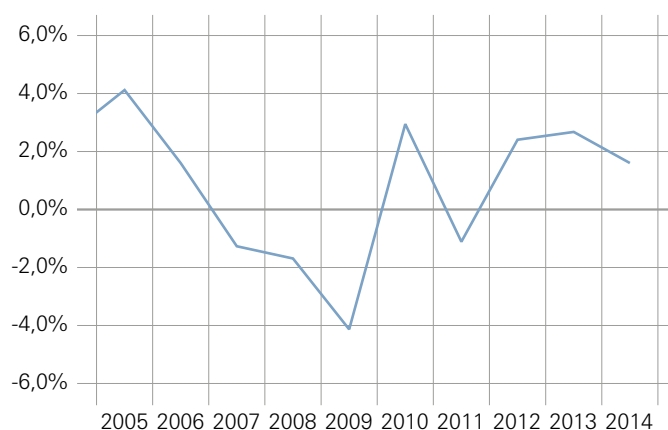
En théorie, la balance des paiements devrait être équilibrée, puisqu'elle est dressée selon le système d'enregistrement en partie double. Toutes les transactions sont comptabilisées à la fois en tant que crédit (recettes de la balance des transactions courantes; transferts en capital depuis l'étranger; accroissement net des passifs ou diminution nette des actifs) et en tant que débit (dépenses de la balance des transactions courantes; transferts en capital vers l'étranger; acquisition nette d'actifs financiers ou diminution nette des passifs). Dans la pratique cependant, on constate une différence qui est due à des lacunes et à des erreurs dans les relevés statistiques et les estimations. Si, par exemple, l'acquisition d'une entreprise à l'étranger est portée dans les investissements directs, mais que le flux financier correspondant n'est pas enregistré, le montant manquant apparaît dans l'écart statistique.

Ces dix dernières années, ce poste a le plus souvent présenté un solde positif. Cela indique soit une sous-estimation des recettes de la balance des transactions courantes ou de l'accroissement net des passifs, soit une surestimation des dépenses de la balance des transactions courantes ou de l'acquisition nette d'actifs financiers.

En 2014, l'écart statistique s'est inscrit à 17 milliards de francs. Ce montant représente un peu moins de 2% de l'ensemble des transactions enregistrées dans la balance des transactions courantes.

Graphique 21

### ÉCART STATISTIQUE, EN % DU TOTAL DES TRANSACTIONS DE LA BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES



Source: BNS.

# 3

## Position extérieure

Les actifs et passifs de la position extérieure sont subdivisés, comme dans la balance des paiements, en *Investissements directs*, *Investissements de portefeuille*, *Produits dérivés* et *Autres investissements*. Les actifs comprennent en outre les réserves monétaires.

### FACTEURS INFLUANT SUR LA POSITION EXTÉRIEURE

L'évolution des actifs à l'étranger et des passifs envers l'étranger dépend de trois facteurs: l'acquisition nette d'actifs financiers et l'accroissement net des passifs (transactions), les variations de valeur résultant de l'évolution des cours boursiers et des cours de change, ainsi que les changements intervenant dans les sources statistiques.

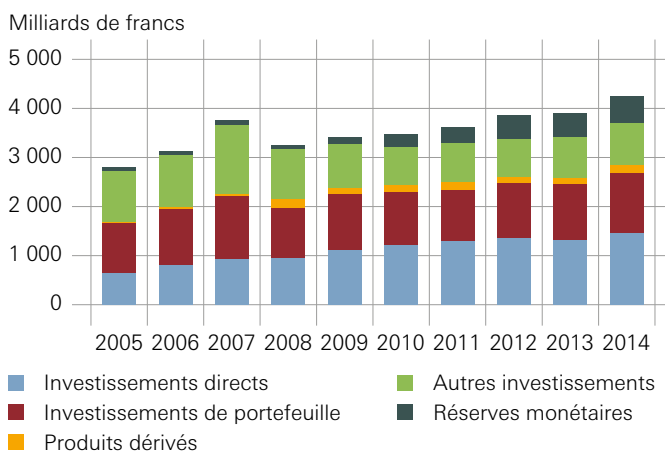
Le premier facteur, à savoir l'acquisition nette d'actifs financiers et l'accroissement net des passifs, figure dans le compte financier de la balance des paiements. Lorsque l'acquisition nette d'actifs financiers est supérieure à l'accroissement net des passifs, la position extérieure nette de la Suisse augmente; dans le cas inverse, elle fléchit.

Les variations de valeur tiennent à des ajustements sur les actifs et passifs qui résultent de fluctuations des cours de change, des cours des métaux précieux et des cours des titres, notamment des actions. Comme les actifs à l'étranger et les passifs envers l'étranger diffèrent fortement quant aux monnaies dans lesquelles ils sont libellés et quant aux catégories de placements, ils ne subissent pas les effets de ces fluctuations avec la même intensité:

- Les positions en monnaies étrangères sont environ trois fois plus élevées dans les actifs à l'étranger que dans les passifs envers l'étranger. Les fluctuations des cours de change affectent donc davantage les actifs à l'étranger que les passifs envers l'étranger. Ainsi, une appréciation du franc a des répercussions négatives sur la position extérieure nette, tandis qu'une dépréciation a des conséquences positives.
- Le volume des actions suisses en mains d'investisseurs étrangers (passifs envers l'étranger) est plus de deux fois supérieur au volume des actions étrangères en mains d'investisseurs suisses (actifs à l'étranger). C'est pourquoi les mêmes fluctuations des cours boursiers en Suisse et à l'étranger produisent un effet plus marqué, en valeur absolue, sur les passifs que sur les actifs.

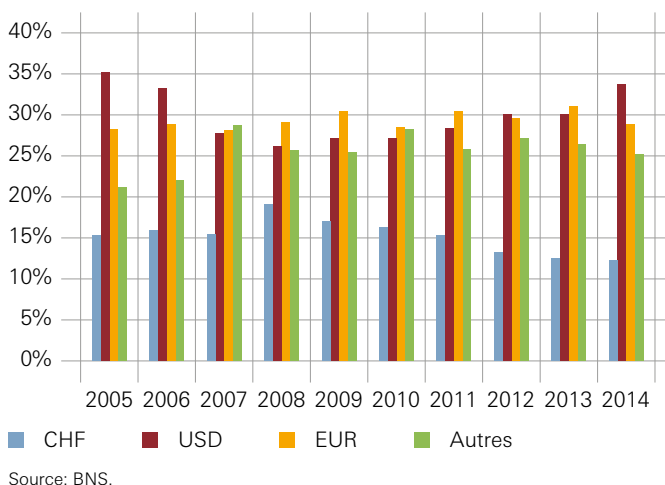
Graphique 22

### ACTIFS À L'ÉTRANGER: RÉPARTITION SELON LA CATÉGORIE



Graphique 23

### ACTIFS À L'ÉTRANGER: RÉPARTITION SELON LA MONNAIE





Le troisième facteur déterminant l'évolution des actifs à l'étranger et des passifs envers l'étranger, à savoir les changements dans les sources statistiques, recouvre par exemple un élargissement du cercle des entreprises interrogées, ou encore la prise en compte de postes ou d'événements non recensés.

### ACTIFS À L'ÉTRANGER – VUE D'ENSEMBLE

Entre 2005 et 2007, les actifs à l'étranger se sont sensiblement accrus. Cette progression a résulté, d'une part, de la hausse marquée des cours boursiers, qui a conduit à une nette appréciation des investissements de portefeuille à l'étranger, et, d'autre part, d'une vive expansion des créances des banques commerciales suisses sur les banques à l'étranger (enregistrées dans *Autres investissements*). Le volume des investissements directs à l'étranger a lui aussi considérablement augmenté durant cette période. Mais la crise financière a stoppé cette évolution. Elle a provoqué une baisse significative des actifs à l'étranger, notamment en 2008. Ce recul a résulté de trois facteurs: premièrement, les investisseurs, en particulier les banques commerciales, ont réduit leurs actifs à l'étranger; deuxièmement, la chute des cours boursiers a entraîné une diminution de la valeur totale des portefeuilles d'actions étrangères et, troisièmement, la valeur en francs des avoirs détenus en monnaies étrangères a reculé en raison de l'appréciation du franc. Depuis 2009, les actifs à l'étranger se sont remis à croître. En 2014, toutes les composantes ont enregistré une progression, les actifs à l'étranger augmentant dans l'ensemble de 351 milliards pour s'inscrire à 4 246 milliards de francs.

Depuis 2005, la structure des actifs à l'étranger a changé tant au niveau des composantes qu'à celui des monnaies. Ainsi, la part des investissements directs et des réserves monétaires s'est accrue, tandis que celle des investissements de portefeuille et des autres investissements a régressé. Ces dix dernières années, la part des monnaies étrangères a oscillé entre 81% (2008) et 88% (2014). La part du franc a donc reculé depuis 2008. La part de l'euro dans le total des actifs est restée relativement stable (environ 30%), alors que celle du dollar des Etats-Unis a d'abord fléchi pour regagner ensuite du terrain et s'établir à 34% en 2014.

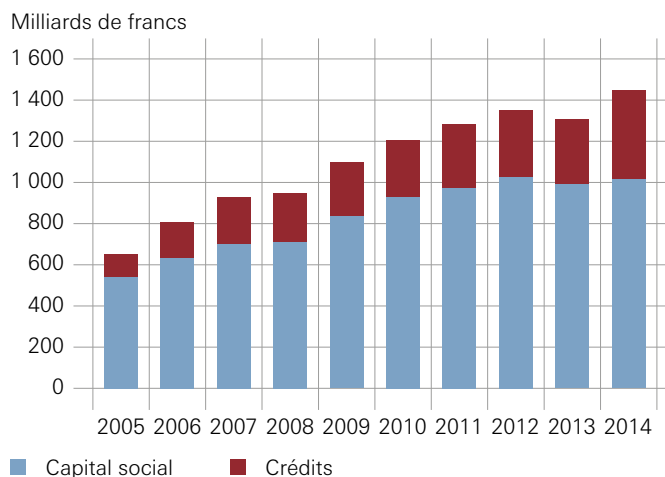
### ACTIFS À L'ÉTRANGER – INVESTISSEMENTS DIRECTS

Ce poste représente l'actif dans les relations financières intragroupes entre les entreprises établies en Suisse et celles sises à l'étranger. A la différence des investissements de portefeuille, il traduit l'intérêt à long terme que les investisseurs suisses ont pour l'étranger. A l'actif, le stock des investissements directs comprend le capital social détenu par des investisseurs suisses dans des filiales et succursales à l'étranger ainsi que la partie inscrite à l'actif des crédits transfrontières intragroupes.

Contrairement à la plupart des autres postes, les investissements directs sont évalués non pas à leur valeur de marché, mais à leur valeur comptable. La Suisse présente un volume très élevé d'investissements directs à l'étranger. Fin 2013, elle occupait le septième rang mondial en la matière (source: FMI, <http://cdis.imf.org/>).

Graphique 24

### ACTIFS À L'ÉTRANGER: INVESTISSEMENTS DIRECTS



Source: BNS.

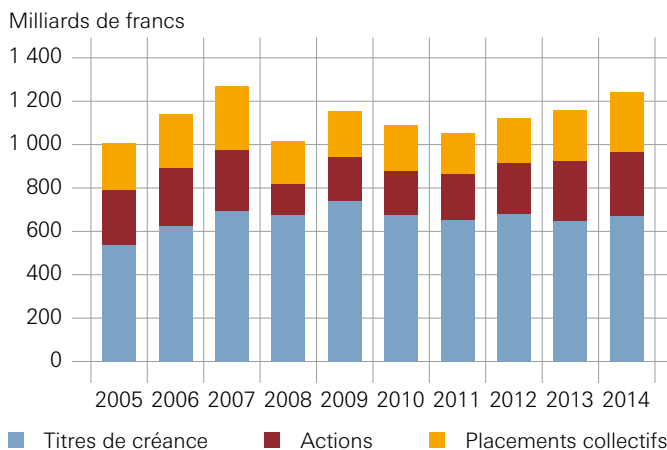
En dix ans, le stock des investissements directs a plus que doublé; en 2014, il s'est élevé à 1 447 milliards de francs. Ce montant est constitué par le capital social, à hauteur de 1 014 milliards de francs, et les crédits intragroupes, pour 433 milliards. Dans la période mentionnée, les entreprises suisses ont acquis des participations à l'étranger en grande quantité, et en ont réinvesti les revenus. Ces investissements ont largement dépassé les pertes de change. La part des investissements directs dans le total des actifs à l'étranger a augmenté au cours des dix dernières années, passant d'environ un quart à plus d'un tiers.

#### ACTIFS À L'ÉTRANGER – INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE

Au cours des dix dernières années, la part des titres de créance d'émetteurs étrangers dans les investissements de portefeuille suisses a toujours été supérieure à 50%. Jusqu'en 2007, les investissements de portefeuille ont globalement beaucoup augmenté en volume et en valeur du fait d'achats de titres, mais aussi de la hausse des cours boursiers. En 2008, la valeur des actions a sensiblement fléchi en raison de la crise financière; les investissements de portefeuille sont ainsi tombés au-dessous de leur niveau de 2005, malgré de nouveaux achats. Entre 2009 et 2014, l'évolution des investissements de portefeuille a principalement dépendu des variations de valeur imputables aux cours de change et aux cours boursiers. Des ventes nettes de titres d'émetteurs étrangers ont été enregistrées entre 2010 et 2012, faisant reculer les stocks d'investissements de portefeuille. Ces deux dernières années toutefois, les investisseurs suisses ont de nouveau acheté des titres d'émetteurs étrangers. La hausse des cours boursiers a également contribué à l'augmentation de la valeur des stocks de titres. Entre 2005 et 2014, la part des investissements de portefeuille dans le total des actifs à l'étranger a passé de 36% à 29%.

Graphique 25

#### ACTIFS À L'ÉTRANGER: INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE



Source: BNS.

Tableau 6

#### AUTRES INVESTISSEMENTS: ACTIFS

En milliards de francs

	2012	2013	2014
<b>Total des actifs</b>	<b>773,5</b>	<b>847,9</b>	<b>868,6</b>
Numéraire et dépôts	533,3	597,4	646,1
dont banques	325,5	371,1	344,5
dont autres secteurs	202,8	218,2	286,7
Crédits	239,2	249,5	212,1
dont banques	162,1	174,1	191,1
dont autres secteurs	76,0	74,4	20,0
Autres actifs	1,0	1,0	10,4

Source: BNS.

## ACTIFS À L'ÉTRANGER – PRODUITS DÉRIVÉS

Les produits dérivés sont des contrats portant sur des opérations à terme dont la valeur dépend d'un ou de plusieurs actifs sous-jacents (instrument financier, indice ou marchandise). Depuis 2005, la position extérieure comprend également les valeurs de remplacement positives des instruments financiers dérivés ouverts dont la contrepartie est établie à l'étranger. En 2008, le volume des produits dérivés a fortement augmenté à la suite notamment de l'extension du cercle des entreprises appelées à fournir des données à la Banque nationale. Depuis 2008, la part des produits dérivés dans le total des actifs à l'étranger a diminué d'un tiers, s'inscrivant à 4%. Leur montant a été de 149 milliards de francs en 2014.

## ACTIFS À L'ÉTRANGER – AUTRES INVESTISSEMENTS

Comme dans la balance des paiements, les *Autres investissements* sont répartis en *Numéraire et dépôts*, *Crédits* et *Autres actifs*. Les composantes *Numéraire et dépôts* et *Crédits* sont en outre subdivisées par secteur, en fonction du créancier en Suisse, à savoir *Banque nationale*, *Banques*, *Collectivités publiques* et *Autres secteurs*. La subdivision *Autres secteurs* comprend principalement les créances à court terme des entreprises sur l'étranger qui n'entrent pas dans les investissements directs. L'encours du poste *Autres investissements* est essentiellement déterminé par le secteur *Banques*. Les actifs du secteur *Collectivités publiques* sont, quant à eux, négligeables.

Après le pic de 1 404 milliards de francs atteint en 2007, l'encours du poste *Autres investissements* s'est fortement replié pour s'inscrire à quelque 774 milliards en 2012, à la suite de la réduction massive des créances sur l'étranger du secteur *Banques*. Ces deux dernières années, il a de nouveau augmenté, atteignant 869 milliards de francs en 2014.

## ACTIFS À L'ÉTRANGER – RÉSERVES MONÉTAIRES

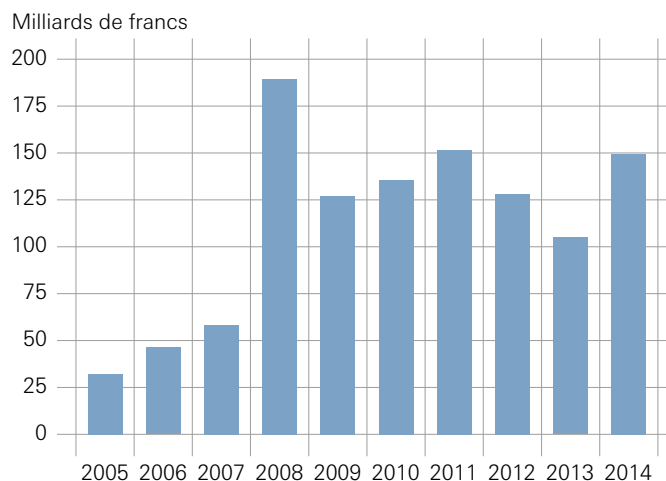
Jusqu'en 2008, les réserves monétaires n'ont guère varié. En 2005, la Banque nationale a certes distribué à la Confédération et aux cantons le produit des ventes d'or, ce qui a entraîné un repli des réserves monétaires, mais ce recul a été largement compensé par les importantes plus-values que la Banque nationale a enregistrées sur l'or restant dans ses actifs.

A partir de 2009, la Banque nationale a effectué des achats substantiels de devises. Ainsi, entre 2008 et 2014, les réserves monétaires ont passé de quelque 79 milliards à 541 milliards de francs.

Les achats considérables de devises ont eu des répercussions sur la composition des réserves monétaires: la part de l'or a passé d'environ 40% en 2005 à moins de 10% en 2014, alors que celle de l'euro, de 30% en 2005, s'est inscrite à 45% en 2014. Quant au dollar des Etats-Unis, sa part a diminué temporairement, s'établissant à un niveau inférieur à 20%, pour remonter ensuite à 26% en 2014. Enfin, la part des autres monnaies étrangères a passé de 15% à 25%.

Graphique 26

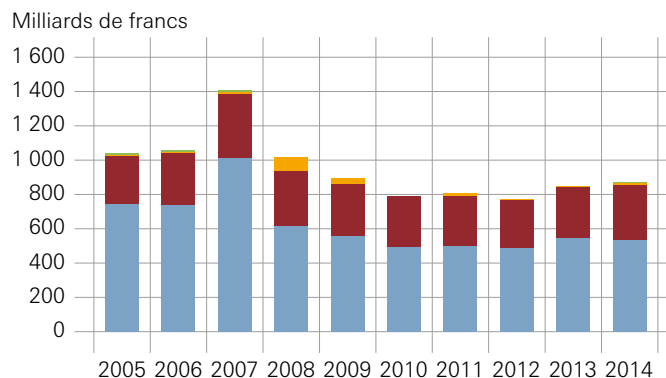
## ACTIFS À L'ÉTRANGER: PRODUITS DÉRIVÉS



Source: BNS.

Graphique 27

## ACTIFS À L'ÉTRANGER: AUTRES INVESTISSEMENTS, SECTEURS

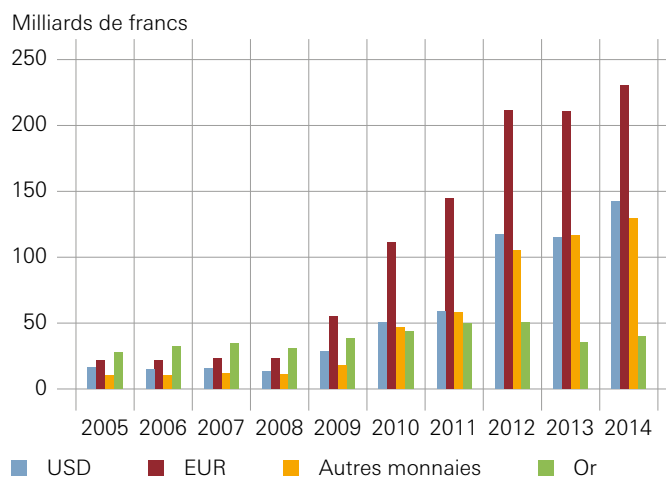


■ Banques ■ Banque nationale ■ Collectivités publiques  
■ Autres secteurs (autres actifs compris)

Source: BNS.

Graphique 28

## ACTIFS À L'ÉTRANGER: RÉSERVES MONÉTAIRES



Source: BNS.

La part des réserves monétaires dans le total des actifs à l'étranger s'est accrue: alors qu'elle était de 3% en 2005, elle a atteint 13% en 2014.

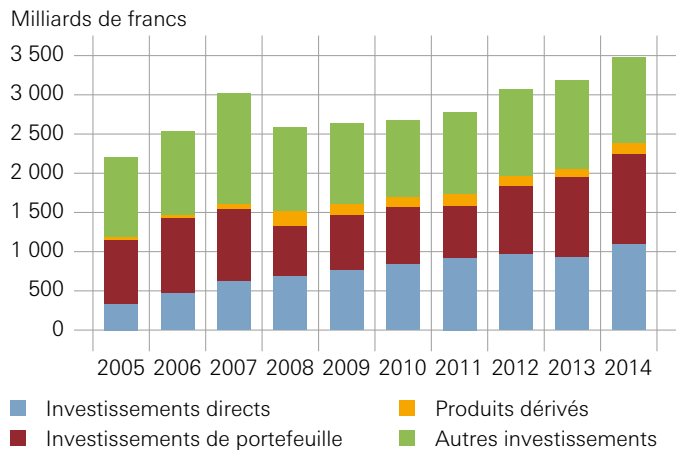
### PASSIFS ENVERS L'ÉTRANGER – VUE D'ENSEMBLE

Depuis 2005, les passifs envers l'étranger, tout comme les actifs à l'étranger, ont évolué de manière hétérogène. Jusqu'en 2007, ils ont fortement progressé, principalement portés par trois facteurs: l'expansion massive des engagements des banques commerciales envers l'étranger (comptabilisés dans *Autres investissements*), l'accroissement de la valeur totale des titres suisses détenus par des investisseurs domiciliés à l'étranger (investissements de portefeuille) à la suite de la hausse des cours des actions et la forte augmentation du stock d'investissements directs étrangers dans les filiales suisses. Avec la crise financière, les passifs envers l'étranger ont fortement reculé en 2008. Ce phénomène est principalement dû à la réduction des engagements des banques commerciales envers l'étranger (comptabilisés dans *Autres investissements*), mais il découle aussi de l'affaiblissement des monnaies étrangères par rapport au franc et du net recul de la valeur totale des investissements de portefeuille à la suite de la chute des cours des actions. L'encours des investissements directs, en revanche, a poursuivi sa progression. Depuis 2012, les passifs envers l'étranger ont de nouveau fortement augmenté essentiellement du fait de la hausse des cours des actions. En 2014, ils se sont inscrits à 3 478 milliards de francs.

De même que celle des actifs à l'étranger, la structure des passifs envers l'étranger a changé. Depuis 2008, la part des investissements directs a été en moyenne de 30%. Dans le même temps, celle des autres investissements a reculé de manière continue, passant de 41% à environ 31%. Jusqu'au début de la crise financière, la part des investissements de portefeuille a parfois été nettement supérieure à 30%. Après s'être inscrite à un plancher de 25% en 2008, elle est remontée, pour s'élever à 33% en 2014. En ce qui concerne les monnaies, la part du dollar des Etats-Unis s'est réduite au profit du franc, et celle de l'euro est demeurée relativement stable.

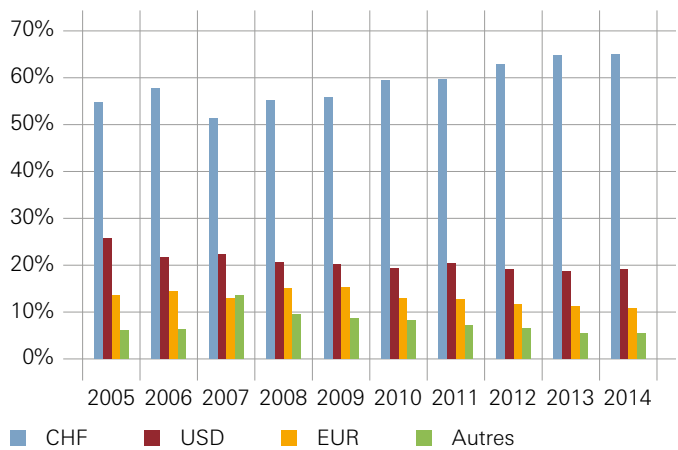
Graphique 29

### PASSIFS ENVERS L'ÉTRANGER: RÉPARTITION SELON LA CATÉGORIE



Graphique 30

### PASSIFS ENVERS L'ÉTRANGER: RÉPARTITION SELON LA MONNAIE



## PASSIFS ENVERS L'ÉTRANGER – INVESTISSEMENTS DIRECTS

Ce poste représente le passif dans les relations financières intragroupes des entreprises domiciliées en Suisse avec celles sises à l'étranger. A la différence des investissements de portefeuille, il traduit l'intérêt à long terme que les investisseurs étrangers portent à la place suisse. Au passif, le stock des investissements directs comprend le capital social détenu par des investisseurs domiciliés à l'étranger dans des filiales et succursales établies en Suisse, ainsi que la partie inscrite au passif des crédits transfrontières intragroupes.

Entre 2005 et 2014, les stocks d'investissements directs entrant dans les passifs envers l'étranger sont passés de 332 milliards de francs à 1 094 milliards. Ce dernier montant est constitué par le capital social, à hauteur de 727 milliards de francs, et les crédits intragroupes, pour 367 milliards. Une grande partie de la progression des stocks d'investissements directs a été portée par les sociétés financières et holdings. Fin 2013, la Suisse occupait le neuvième rang mondial en termes d'investissements directs de l'étranger (source: FMI, <http://cdis.imf.org/>).

Entre 2005 et 2014, la part des investissements directs dans le total des passifs envers l'étranger a passé de 15% à plus de 30%.

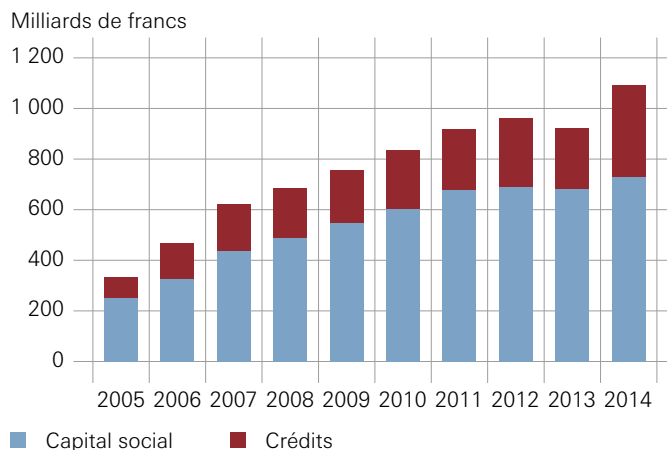
## PASSIFS ENVERS L'ÉTRANGER – INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE

Les investissements de portefeuille en Suisse comprennent essentiellement des titres de participation: la part de ces derniers a été en moyenne de 90% depuis 2005. C'est pourquoi les investissements de portefeuille sont particulièrement sensibles aux fluctuations des cours des actions. En 2006, ils s'inscrivaient à 959 milliards de francs. En 2008, ils ont fortement reculé à la suite de la chute des cours boursiers pour s'établir à 637 milliards. Les moins-values enregistrées ont été largement supérieures aux transactions des investissements de portefeuille du compte financier, bien que celles-ci aient été élevées, surtout pour les banques. Les années suivantes, la remontée des cours boursiers a permis de compenser partiellement les moins-values enregistrées en 2008. Depuis 2012, la forte hausse des cours des actions a entraîné celle des investissements de portefeuille: en 2014, ceux-ci se sont inscrits à un nouveau pic, soit 1 144 milliards de francs.

La part des investissements de portefeuille dans l'ensemble des passifs envers l'étranger, qui était passée de 38% à 25% entre 2006 et 2008, est remontée à 33% en 2014.

Graphique 31

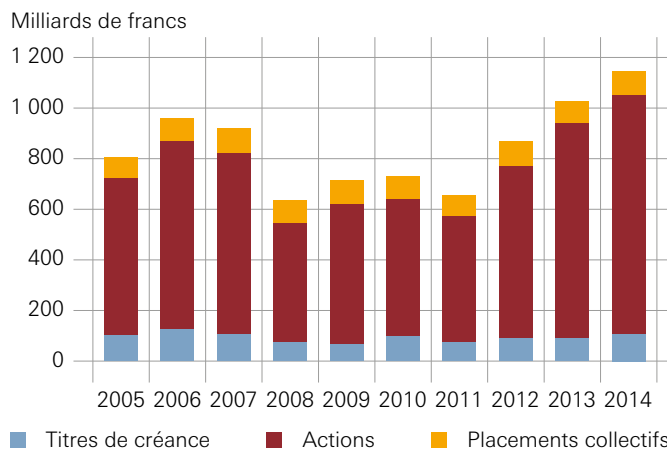
### PASSIFS ENVERS L'ÉTRANGER: INVESTISSEMENTS DIRECTS



Source: BNS.

Graphique 32

### PASSIFS ENVERS L'ÉTRANGER: INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE



Source: BNS.

## PASSIFS ENVERS L'ÉTRANGER – PRODUITS DÉRIVÉS

Depuis 2005, les passifs envers l'étranger comprennent également les valeurs de remplacement négatives des instruments financiers dérivés ouverts dont la contrepartie est établie à l'étranger. La progression de la valeur totale des produits dérivés observée en 2008 s'explique principalement par l'extension du cercle des entreprises appelées à fournir des données à la Banque nationale. Entre 2008 et 2014, la part des produits dérivés dans l'ensemble des passifs envers l'étranger a été divisée par deux, passant à 4%.

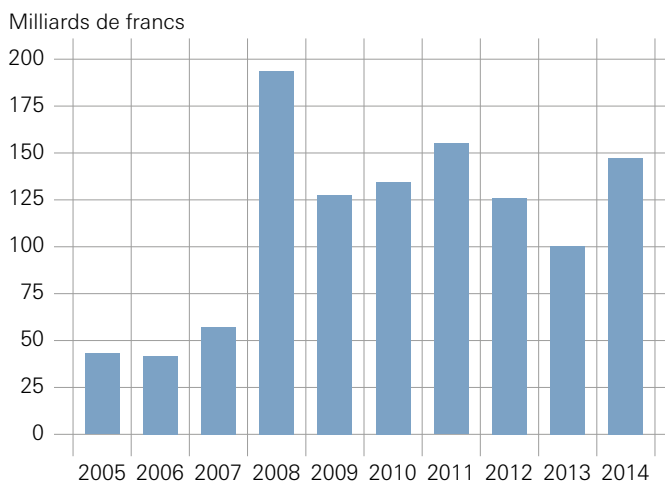
## PASSIFS ENVERS L'ÉTRANGER – AUTRES INVESTISSEMENTS

Comme dans la balance des paiements, les *Autres investissements* sont répartis en *Numéraire et dépôts*, *Crédits* et *Autres passifs*. Les composantes *Numéraire et dépôts* et *Crédits* sont en outre subdivisées par secteur, en fonction du débiteur en Suisse, à savoir *Banque nationale*, *Banques*, *Collectivités publiques* et *Autres secteurs*. La subdivision *Autres secteurs* comprend principalement les engagements des entreprises à court et à long terme envers l'étranger. L'encours du poste *Autres investissements* est essentiellement déterminé par le secteur *Banques*. Les passifs du secteur *Collectivités publiques* sont, quant à eux, négligeables.

Après le pic de 1 417 milliards de francs atteint en 2007, l'encours du poste *Autres investissements* s'est fortement replié, pour s'inscrire à 981 milliards en 2010, à la suite de la réduction massive des engagements envers l'étranger du secteur *Banques*. Après 2010, il a enregistré une légère croissance, pour s'établir à 1 093 milliards de francs en 2014, soit à un niveau comparable à ceux atteints avant la forte progression de 2007.

Graphique 33

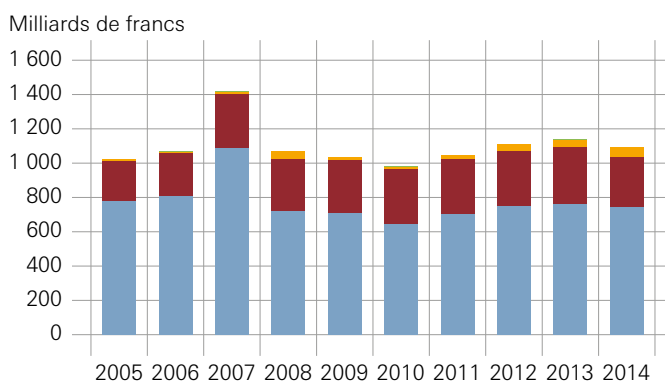
### PASSIFS ENVERS L'ÉTRANGER: PRODUITS DÉRIVÉS



Source: BNS.

Graphique 34

### PASSIFS ENVERS L'ÉTRANGER: AUTRES INVESTISSEMENTS, RÉPARTITION PAR SECTEURS



■ Banques ■ Banque nationale ■ Collectivités publiques  
■ Autres secteurs (autres actifs compris)

Source: BNS.

Tableau 7

## AUTRES INVESTISSEMENTS: PASSIFS

En milliards de francs

	2012	2013	2014
<b>Total des passifs</b>	<b>1 111,4</b>	<b>1 136,2</b>	<b>1 092,6</b>
Numéraire et dépôts	792,5	811,4	807,9
dont banques	748,0	762,6	744,8
dont autres secteurs	5,7	5,7	4,3
Crédits	234,2	236,7	187,3
dont banques	–	–	–
dont autres secteurs	233,2	236,0	186,8
Autres passifs	84,7	88,1	97,3

Source: BNS.

## POSITION EXTÉRIEURE NETTE

Depuis 1985, année de la première collecte de données statistiques sur la position extérieure de la Suisse, les actifs à l'étranger sont supérieurs aux passifs envers l'étranger, et la position extérieure nette est donc positive. Cette situation reflète à la fois le taux d'épargne élevé et les possibilités d'investissement limitées en Suisse. La position extérieure nette de la Suisse est très élevée. En 2013, elle s'inscrivait à 118% du produit intérieur brut, soit au quatrième rang mondial, place qu'elle occupait aussi en valeur absolue derrière le Japon, la Chine et l'Allemagne. D'autres petites économies ouvertes, comme Hong Kong, Singapour et la Norvège, présentent également des positions extérieures nettes élevées (source: FMI, «International Investment Position, Net»).

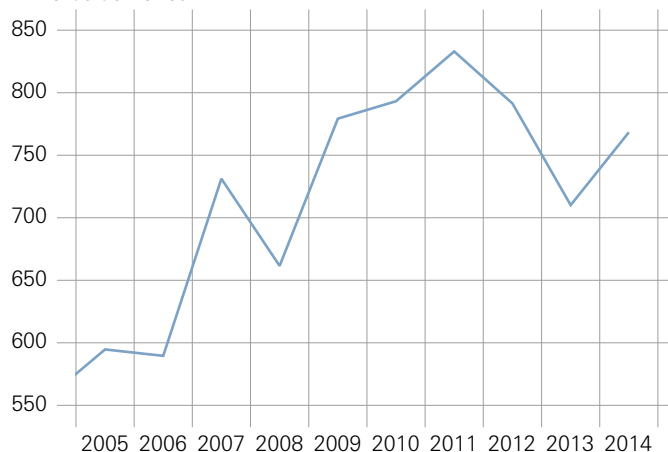
La position extérieure nette de la Suisse a enregistré des fluctuations considérables durant les dix dernières années. Après une forte croissance de 2005 à 2007, elle a marqué un recul de 13% en 2008, s'inscrivant à 662 milliards de francs. Les quatre années suivantes, elle s'est toutefois de nouveau accrue, fluctuant entre 779 et 833 milliards de francs. En 2013, elle a reculé pour s'établir à 710 milliards, en raison d'une progression des passifs envers l'étranger supérieure à celle des actifs à l'étranger. Durant l'année sous revue, elle s'est de nouveau accrue, s'inscrivant à 768 milliards de francs.

Entre 2005 et 2014, la position extérieure nette de la Suisse a progressé de 173 milliards de francs. Toutefois, si on additionne les soldes des acquisitions nettes d'actifs financiers et des accroissements nets des passifs de la balance des paiements sur la période, on obtient une augmentation de 622 milliards de francs. La différence de 449 milliards de francs (622–173) s'explique principalement par des fluctuations de cours de change et de cours boursiers.

Graphique 35

## POSITION EXTÉRIEURE NETTE

Milliards de francs

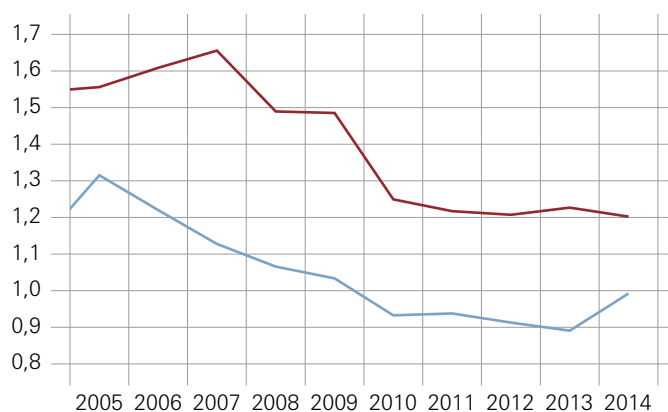


Source: BNS.

Graphique 36

## COURS DE CHANGE

Cours en fin d'année



— USD en CHF — EUR en CHF

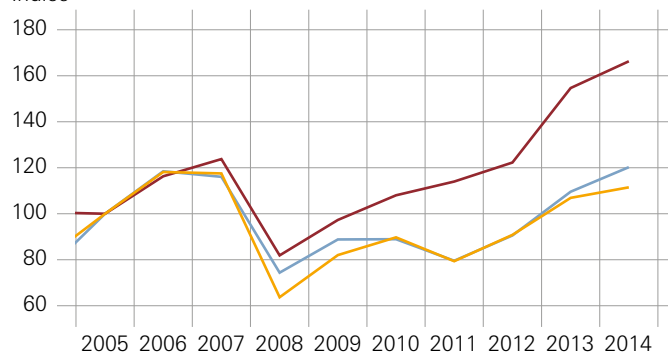
Source: BNS.

Graphique 37

## COURS DES ACTIONS

2005 = 100, en fin d'année

Indice



— Swiss Performance Index — Dow Jones Average — Stoxx TMI

Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

---

# Le négoce de l'or



## INTRODUCTION

Tous les pays ne publient pas des données sur leurs échanges d'or avec l'étranger. Parmi ceux pour lesquels des données sont disponibles, la Suisse occupe de loin la première place. Ce fait traduit le rôle important que jouent divers acteurs, en Suisse, dans les opérations sur or. Ainsi, les affineurs établis en Suisse sont, sur le plan mondial, les plus gros producteurs de lingots de 1 kilogramme présentant le degré de pureté le plus élevé. Ces lingots sont notamment négociés sur les marchés asiatiques. Pour les produire, les affineurs suisses fondent des lingots plus lourds et d'une pureté moindre qui sont négociés en particulier à Londres. Ils remplissent par là même un rôle charnière entre ces places de négoce. En outre, les émetteurs suisses d'ETF sur or comptent parmi les plus importants du monde. Les actifs de ces fonds, qui sont négociés en Bourse, comprennent essentiellement des lingots d'or stockés en Suisse. De plus, les deux grandes banques suisses opèrent en tant que teneurs de marché sur la place de Londres, qui est la première place mondiale de négoce de l'or.

L'importance du négoce de l'or apparaît également dans les chiffres de la balance suisse des paiements. En 2013, par exemple, les exportations d'or en lingots constituaient 34% du total des ventes de marchandises à l'étranger (27% en 1984). Elles atteignaient 118 milliards de francs et dépassaient ainsi nettement les exportations de produits chimiques et pharmaceutiques (81 milliards).

Le présent article passe brièvement en revue le marché international de l'or, puis présente les acteurs suisses agréés sur le marché de l'or de Londres. Il analyse ensuite l'évolution des importations et des exportations d'or de la Suisse entre 1984 et 2014, quantifie les facteurs expliquant l'expansion massive en valeur des échanges d'or entre 2003

et 2013, puis la chute de ces derniers en 2014, et indique les principaux pays clients et fournisseurs. En 2013, la forte part de l'Asie dans les exportations d'or et la part dominante du Royaume-Uni du côté des importations témoignent du rôle charnière des affineurs établis en Suisse entre ces places de négoce. L'article analyse également l'écart, en valeur, entre importations et exportations d'or entre 1984 et 2014 et commente le changement de comportement des investisseurs, qui a conduit, depuis le début de la crise financière, à un accroissement des importations nettes. L'article aborde ensuite la comptabilisation des opérations sur or dans la balance suisse des paiements. Avec la nouvelle méthode de comptabilisation, le négoce de l'or est davantage visible dans les statistiques.

L'article est complété par une brève chronologie du marché de l'or de Londres et de ses rapports avec la Suisse, ainsi que par un descriptif des usages sur les différentes places de négoce et des formes que prend l'or négocié.

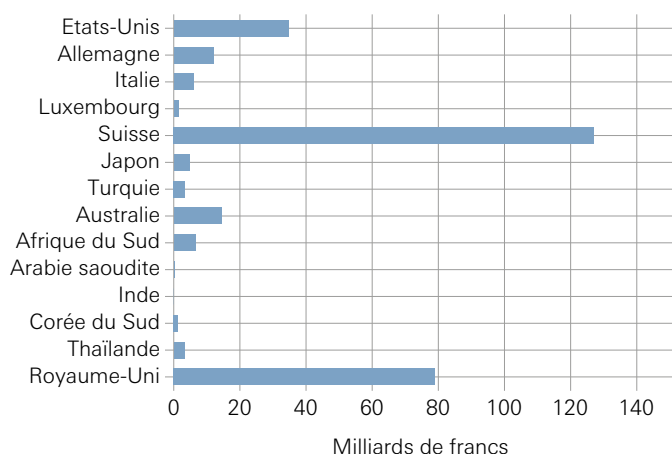
## MARCHÉ INTERNATIONAL DE L'OR

Plusieurs pays, comme la Chine, Hong Kong, Singapour et la Russie, qui occupent vraisemblablement une place importante sur le marché de l'or, ne fournissent aucune donnée officielle en la matière. Parmi les pays pour lesquels des données sont disponibles, la Suisse est le plus gros exportateur et importateur d'or (voir graphiques 1 et 2, qui présentent des données de 2013).

En 2013, la plupart des pays actifs dans le négoce de l'or étaient à la fois importateurs et exportateurs, à l'exception de l'Inde (pays uniquement importateur) et de l'Afrique du Sud (pays uniquement exportateur). Avec l'Australie, les Etats-Unis, la Chine et la Russie, l'Afrique du Sud compte parmi les principaux pays producteurs.

Graphique 1

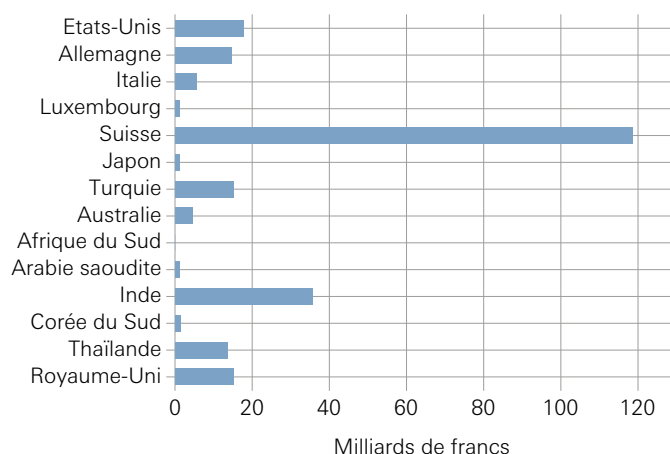
### EXPORTATIONS D'OR EN 2013, COMPARAISON INTERNATIONALE



Sources: Eurostat et FMI.

Graphique 2

### IMPORTATIONS D'OR EN 2013, COMPARAISON INTERNATIONALE



Sources: Eurostat et FMI.

L'or négocié à l'échelle internationale prend diverses formes. Dans les pays producteurs, le minerai extrait est une première fois fondu en lingots bruts, appelés *dorés bars* en anglais. Ceux-ci contiennent encore une proportion importante d'autres métaux et d'impuretés. C'est pourquoi ils sont ensuite purifiés par des affineurs internationalement reconnus et établis dans le pays producteur ou dans un autre pays, et transformés en lingots d'or standardisés. L'or prend donc différentes formes tout au long de la chaîne de production, des lingots bruts aux lingots purifiés. En outre, les lingots d'or ne sont pas des biens homogènes: ils répondent à différentes normes de pureté et de poids.

Les lingots d'or sont négociés hors bourse<sup>1</sup>. On ne parle donc pas de «Bourses», mais de «places de négoce» ou de «marchés» pour l'or physique. Pour des raisons historiques notamment (voir «Informations complémentaires»), le marché de l'or de Londres est le plus important sur le plan mondial en ce qui concerne l'or physique. Ce marché est également essentiel pour la fixation du prix de l'or<sup>2</sup>. Les lingots négociés et les opérateurs présents sur ce marché doivent satisfaire à certaines exigences.

## ACTEURS SUISSES SUR LE MARCHÉ DE L'OR

Les principaux acteurs suisses effectuant des opérations sur or sont agréés sur le marché de l'or de Londres (voir tableau 1, avec des données pour 2015). Ils y interviennent comme teneurs de marché, émetteurs d'ETF sur or ou affineurs.

Les deux grandes banques suisses opèrent en tant que teneurs de marché. Actuellement, 13 teneurs de marché sont actifs sur le marché de Londres. Ils proposent continuellement des prix à l'achat et à la vente<sup>3</sup>. Les lingots d'or, avec livraison physique, sont offerts sur trois marchés: le marché au comptant, le marché à terme et le marché des options (voir «Informations complémentaires»). Pour y accéder, les gros clients – banques, investisseurs institutionnels, affineurs – doivent passer par les teneurs de marché.

D'autres entreprises établies en Suisse sont agréées sur le marché de l'or de Londres, comme la Banque Cantonale de Zurich et la Banque Julius Baer. Ces deux établissements sont d'importants émetteurs d'ETF sur or<sup>4</sup>. Les actifs des ETF sur or sont placés presque exclusivement en lingots

Tableau 1

### ENTREPRISES AYANT UN LIEN AVEC LA SUISSE ET AGRÉÉES EN 2015 SUR LE MARCHÉ DE L'OR DE LONDRES

Raison sociale	Lieu	Type d'activité
<b>Teneurs de marché</b>		
UBS AG*	Londres	Banque
Credit Suisse**	Londres	Banque
<b>Membres ordinaires***</b>		
Metalor Technologies SA	Neuchâtel	Affineur
PAMP SA	Castel San Pietro	Affineur
Argor Heraeus SA	Mendrisio	Affineur
UBS Ltd	Londres	Banque
Credit Suisse SA, Zurich	Zurich	Banque
Banque Cantonale de Zurich	Zurich	Banque
Banque Julius Baer	Zurich	Banque
<b>Membres associés****</b>		
Valcambi SA	Balerna	Affineur
Cendres+Métaux SA	Bienne	Affineur
MKS Finance SA	Genève	Société de négoce
Pictet & Cie SA	Genève	Investisseur

\* UBS AG établit des prix à l'achat et à la vente sur les trois marchés (marché au comptant, marché à terme et marché des options). Elle fait donc partie des «full market makers».

\*\* Le Credit Suisse établit des prix à l'achat et à la vente sur le marché au comptant et le marché des options.

\*\*\* Les membres ordinaires interviennent activement sur le marché.

\*\*\*\* Les membres associés interviennent sur le marché. Contrairement aux teneurs de marché et aux membres ordinaires, ils ne sont pas membres à part entière et n'ont pas le droit de vote.

Source: The London Bullion Market Association, 2015.

d'or. Aussi les émetteurs suisses passent-ils leurs opérations sur le marché de Londres.

En Suisse, cinq affineurs produisent des lingots qui sont acceptés sur le marché de Londres. Le degré de pureté de l'or, le poids, la raison sociale de l'affineur et un numéro sont gravés sur chaque lingot. Ces caractéristiques garantissent la qualité. Les lingots négociés à Londres sont considérés comme «de bonne livraison» (*good delivery bars* en anglais). Ils ont un poids supérieur à ceux négociés sur d'autres places, et leur degré de pureté est légèrement inférieur.

Les affineurs établis en Suisse sont les plus gros producteurs mondiaux de lingots de 1 kilogramme présentant le degré de pureté le plus élevé<sup>5</sup>. Ces lingots sont négociés sur les places européennes (hors Royaume-Uni) et asiatiques. Comme les affineurs suisses refondent des lingots provenant de Londres pour leur donner le poids et le degré de pureté demandés sur les marchés asiatiques, ils rendent possibles des échanges entre ces places de négoce<sup>6</sup> et assument ainsi un rôle charnière entre elles. En 2013, l'Asie absorbait 73% des exportations d'or de la Suisse, et le Royaume-Uni fournissait 52,7% des importations d'or de cette dernière

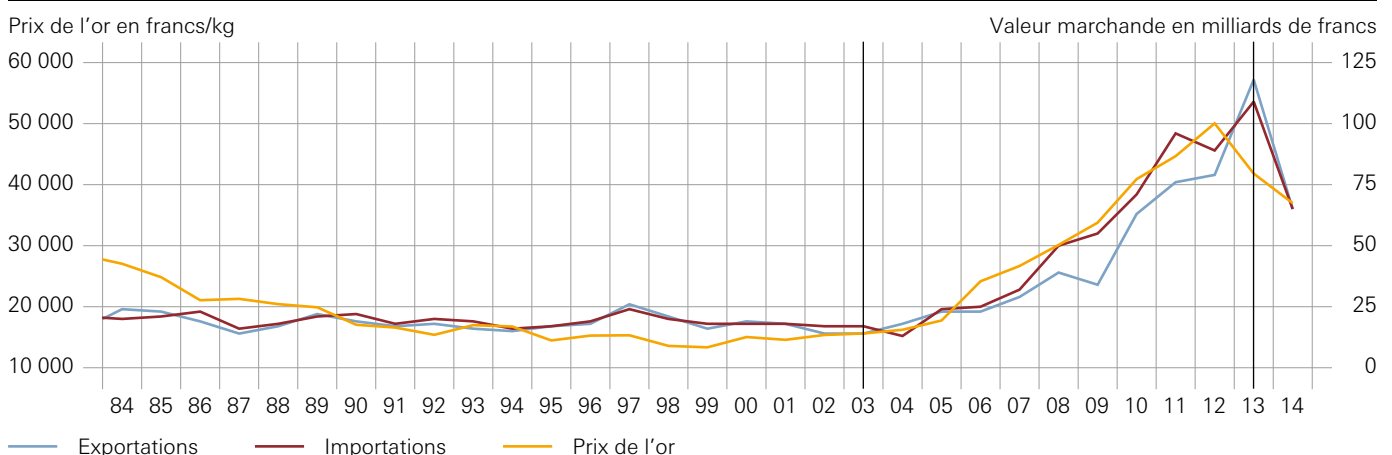
(voir graphiques 4 et 5). On trouvera dans les «Informations complémentaires» des précisions sur les usages en vigueur sur ces différents marchés.

Les affineurs établis en Suisse refondent également des objets en or – par exemple des chutes provenant de la bijouterie ou d'autres industries, ou des objets de particuliers – pour en faire des lingots. Ils affinent aussi l'or extrait des mines, c'est-à-dire les lingots bruts qui contiennent encore beaucoup d'autres métaux et d'impuretés. A en juger par les capacités de fonte, les affineurs établis en Suisse comptent parmi les plus importants au monde<sup>7</sup>.

Graphique 3

### EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS D'OR DE LA SUISSE ENTRE 1984 ET 2014

Prix de l'or en francs par kg (échelle de gauche), exportations et importations en milliards de francs (échelle de droite)



Sources: AFD et BNS.

## ÉVOLUTION DES IMPORTATIONS ET EXPORTATIONS D'OR DE LA SUISSE

Entre 1984 et 2014, les importations et exportations d'or de la Suisse ont, pour l'essentiel, évolué parallèlement. Quand les exportations de lingots négociables progressaient, les importations de lingots bruts et de lingots négociables augmentaient et inversement (voir graphique 3)<sup>8</sup>. Ce parallélisme s'explique par le caractère international de l'activité de négoce des banques et par le rôle charnière des affineurs établis en Suisse (voir ci-dessus).

Les 30 années observées peuvent être divisées en trois périodes. Entre 1984 et 2003, les montants importés et exportés sont restés relativement stables, fluctuant entre 15 et 20 milliards de francs. Ils se sont vivement accrus entre 2003 et 2013, puis ont diminué presque de moitié en 2014. En 2013, les exportations d'or ont atteint 118 milliards de francs, et les importations, 109 milliards. Il s'agit des chiffres les plus élevés observés à ce jour.

La vive expansion que les importations et exportations ont enregistrée entre 2003 et 2013 s'explique pour moitié environ par la hausse du prix de l'or et, pour l'autre moitié, par l'augmentation des quantités d'or fin<sup>9</sup> échangées. Dans cette période, le prix du kilogramme d'or fin a passé de quelque 16 000 francs à environ 42 000 francs (voir graphique 3, échelle de gauche). Selon les estimations, les volumes d'or fin exportés sont passés de 875 tonnes en 2003 à 2 814 tonnes en 2013. On estime que la chute observée en 2014 dans les importations comme dans les exportations s'explique à hauteur de 80% environ par un effet volume et pour 20% par un effet prix<sup>10</sup>.

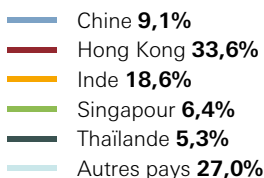
Les parts des divers pays dans les importations et les exportations d'or de la Suisse varient considérablement, comme l'illustrent les années 2013 et 2014. En 2013, les cinq principaux pays clients, qui ont absorbé 73% des exportations d'or, étaient asiatiques (voir graphique 4)<sup>11</sup>, et les importations d'or provenaient à hauteur de 52,7% du Royaume-Uni (voir graphique 5)<sup>12</sup>. En 2014, la part de l'Asie dans les exportations d'or de la Suisse a chuté fortement. Seules les parts de Hong Kong (7,8%) et de l'Inde (6,8%) avaient encore une certaine importance. Dans le même temps, la part du Royaume-Uni dans les importations d'or de la Suisse s'est réduite massivement, s'inscrivant à 12,2%, et l'Allemagne est devenue le premier fournisseur d'or de la Suisse (avec une part de 21,7%), ainsi que le principal débouché des exportations suisses d'or (15,2%).

Les importations d'or (courbe rouge du graphique 3) ont été plus élevées que les exportations (courbe bleue) la plupart du temps. Il en va de même des volumes d'or fin importés et exportés. Entre 1984 et 2014, on estime que les volumes d'or fin importés ont dépassé de 2 600 tonnes les volumes exportés (voir graphique 6).

Graphique 4

### EXPORTATIONS D'OR DE LA SUISSE EN 2013

Répartition géographique en %

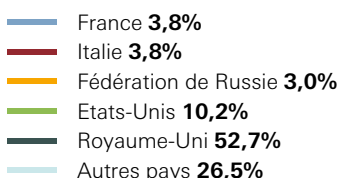


Source: AFD.

Graphique 5

### IMPORTATIONS D'OR DE LA SUISSE EN 2013

Répartition géographique en %



Source: AFD.

Les importations nettes ont augmenté tout particulièrement entre 2008 et 2012. La crise financière a fortement accru la demande d'ETF sur or<sup>13</sup>. Les émetteurs établis en Suisse ont ainsi mis davantage de parts en circulation et augmenté les stocks d'or servant de couverture. Dans une brochure décrivant ses fonds de placement, la Banque Cantonale de Zurich indique explicitement que les lingots d'or sont stockés en Suisse. En outre, les banques ont stocké davantage d'or du fait de l'accroissement de leurs engagements envers des titulaires de comptes-or domiciliés à l'étranger<sup>14</sup>. Les importations nettes découlent également de l'or utilisé pour la fabrication de bijoux, de montres et d'autres produits; en effet, les exportations de ces produits sont enregistrées sous d'autres positions tarifaires de la statistique des douanes<sup>15</sup>. C'est pourquoi la courbe du graphique 6 surestime légèrement le volume d'or fin effectivement stocké en Suisse.

## L'OR DANS LA BALANCE SUISSE DES PAIEMENTS

Depuis 2014, les importations et exportations de lingots d'or du secteur privé sont comptabilisées, dans la balance des paiements, sous le poste *Or non monétaire* de la balance des transactions courantes. Auparavant, le commerce de métaux précieux était intégralement comptabilisé dans les mouvements de capitaux<sup>16</sup>. Lors du changement de comptabilisation, les données ont été retraitées rétroactivement jusqu'en 2000, de sorte que le négoce de l'or figure, dans la balance des paiements actuelle, sous le poste *Or non monétaire* de la rubrique *Commerce extérieur* depuis 2000.

Depuis 2014, l'Administration fédérale des douanes (AFD) comptabilise elle aussi les échanges d'or dans le commerce extérieur. Précédemment, elle publiait des données sur le commerce de l'or sous une rubrique séparée. La nouvelle pratique adoptée pour la balance des paiements et par

l'AFD est conforme aux normes internationales. Elle a pour conséquence de rendre le négoce de l'or plus visible dans les statistiques.

L'or qu'une banque centrale détient dans ses réserves monétaires est qualifié d'«or monétaire». La Banque nationale suisse en possède sous la forme de lingots et, pour une très petite part, de pièces. Dans la balance des paiements, les opérations portant sur cet or figurent sous le poste *Réserves monétaires* du compte financier. Il s'agit exclusivement d'opérations passées avec d'autres banques centrales.

## CONCLUSION

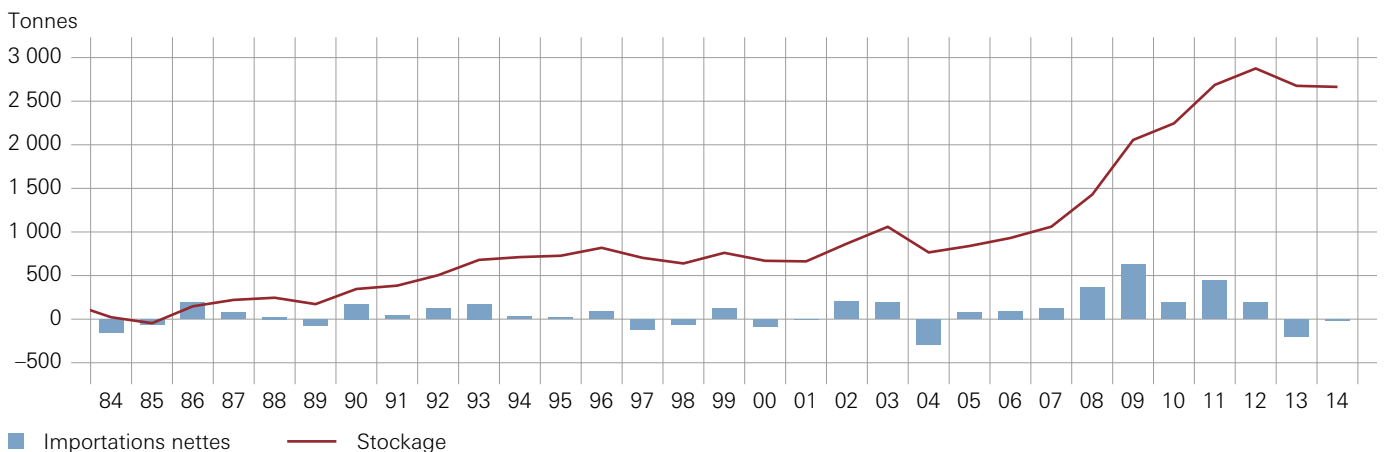
De tous les pays pour lesquels des données officielles sont disponibles, la Suisse est le plus gros importateur et exportateur d'or. Les divers acteurs suisses sur le marché de l'or influent fortement sur les importations et exportations. Les affineurs établis en Suisse jouent un rôle charnière entre les diverses places de négoce. Ils fondent de l'or provenant du marché de Londres pour en faire des lingots satisfaisant aux critères des marchés asiatiques. Les émetteurs suisses comptent parmi les principaux offreurs d'ETF sur or. Enfin, les deux grandes banques suisses opèrent en tant que teneurs de marché sur la place de Londres, la première au monde pour le négoce de l'or.

En valeur, les importations et les exportations d'or peuvent fluctuer fortement à la suite de variations dans le prix du métal et dans les flux commerciaux. Elles ont plus que quintuplé entre 2003 et 2013, avant d'être approximativement divisées par deux en 2014. Il faut s'attendre à ce que de telles fluctuations se reproduisent et influent en conséquence sur le commerce extérieur et la balance des transactions courantes de la Suisse.

Graphique 6

### OR FIN: IMPORTATIONS NETTES ET STOCKAGE EN SUISSE ENTRE 1984 ET 2014

Estimation



Source: BNS.

## INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

### MARCHÉ DE L'OR DE LONDRES: SON ÉVOLUTION ET SES RAPPORTS AVEC LA SUISSE

<b>1871-1915</b>	Etalon or: la monnaie du Royaume Uni et celles des autres pays européens sont liées à l'or. La Suisse mettra fin à ce lien en 1936.
<b>1919</b>	Première fixation du prix de l'or et première séance de négoce intrajournalier de l'or en livres sterling, à Londres et sous la présidence de la Banque Rothschild. Sont principalement négociés des lingots d'or provenant d'Afrique du Sud (ancienne colonie britannique). Les acheteurs sont des banques suisses exerçant une activité internationale de gestion de fortune et ayant des relations avec des affineurs établis en Suisse.
<b>1939</b>	Début de la Seconde Guerre mondiale; fermeture du marché de l'or de Londres.
<b>1944-1968</b>	<i>Prix de l'or fixe</i>
<b>1944</b>	Fixation du prix de l'or par les accords de Bretton-Woods: une once d'or fin vaut désormais 35 dollars des Etats-Unis (prix officiel applicable entre les banques centrales et le Fonds monétaire international). La banque centrale des Etats-Unis a l'obligation d'échanger les dollars détenus par tout Etat participant au système contre de l'or, au prix officiel (étalon de change or fondé sur le dollar des Etats-Unis).
<b>1954</b>	Réouverture du marché de l'or de Londres et rétablissement du prix officiel de l'or en livres sterling.
<b>1960</b>	Impossibilité pour les Etats-Unis d'assurer la convertibilité de leur monnaie en or: les dollars en circulation à l'étranger dépassent désormais la valeur des réserves d'or des Etats-Unis au prix officiel. Impossibilité de maintenir le prix officiel de l'or sur le marché de Londres: du fait de l'augmentation de la demande d'or, principalement à des fins de placement, ce prix ne correspond plus au prix du marché.
<b>1961</b>	Création, par la banque centrale des Etats-Unis et des instituts d'émission européens, du Pool de l'or. L'objectif de ce pool était de maintenir un prix du marché égal au prix officiel en vendant de l'or sur le marché de Londres.
<b>1968-1971</b>	<i>Division du marché de l'or en deux segments (two-tier gold market), l'un où s'applique le prix officiel (fixe), l'autre où le prix est déterminé par l'offre et la demande</i>
<b>1968</b>	Arrêt des ventes d'or par le Pool de l'or. Fermeture du marché de l'or de Londres, puis réouverture deux semaines plus tard, avec cotation en dollars des Etats-Unis (38 dollars l'once troy lors du premier fixing). Constitution par trois grandes banques suisses du Pool de l'or de Zurich, à la suite de la fermeture du marché de l'or de Londres. La cotation est effectuée par un courtier unique, et la fonction d'animateur de marché est exercée par les banques. Les lingots d'or sud-africains arrivent désormais directement en Suisse, sans passer par Londres.
<b>Depuis 1971</b>	<i>Prix de l'or libre (prix du marché)</i>
<b>1971</b>	Abandon du rattachement à l'or du dollar des Etats-Unis.
<b>1981</b>	Fin des activités de négoce du Pool de l'or de Zurich, à la suite de l'introduction de l'impôt sur le chiffre d'affaires de l'or. Londres redevient alors la première place mondiale de négoce de l'or. Elle l'est restée après la suppression de l'impôt sur le chiffre d'affaires.
<b>1987</b>	Création de l'association commerciale LBMA (London Bullion Market Association).
<b>2004</b>	Retrait de la Banque Rothschild du marché de l'or de Londres.

## USAGES SUR LES DIFFÉRENTES PLACES DE NÉGOCE

Les lingots d'or échangés sur les différentes places de négoce se distinguent par leurs normes de pureté et de taille. Leur qualité varie également en fonction du statut des affineurs. En outre, les unités de poids et unités monétaires sont différentes. Ces différences tiennent à des spécificités nationales, mais également aux préférences des populations en ce qui concerne la pureté de l'or.

Les lingots échangés sur les places de négoce asiatiques présentent la plus grande pureté (999,9). Ceux négociés sur la place de Londres, en revanche, affichent une pureté inférieure (995). Sur la place de Zurich, tous les types de lingots sont disponibles<sup>17</sup>.

La pureté d'un lingot est indiquée par sa finesse, c'est-à-dire par la proportion d'or fin exprimée en millièmes. Ainsi, un lingot présentant une finesse de 995 comprend 995 millièmes d'or fin. Les 5 millièmes restants sont des impuretés. Les lingots les plus purs (999,9) contiennent encore des impuretés; il n'existe pas de lingots constitués uniquement d'or fin. La proportion d'or fin peut également être exprimée en carats. La pureté est alors exprimée en vingt-quatrième et non plus en millièmes. Cette unité est moins précise: 24 carats correspondent en effet tant à une pureté de 995 qu'à une pureté de 999,9 millièmes.

En Asie, le lingot d'un kilogramme est largement répandu. Mais des lingots en unités de poids traditionnelles – par exemple le tola en Inde et à Singapour, ou encore le tael en Chine et à Hong Kong – sont également échangés. En Inde, une réduction d'impôts appliquée aux lingots exprimés en grammes a permis au lingot d'un kilogramme de s'imposer<sup>18</sup>. Sur le marché de Londres, par contre, seuls de grands lingots sont échangés: leur poids minimal est de 400 onces, soit environ 12,4 kilogrammes.

Le poids de l'or fin est exprimé en onces troy. En revanche, le poids du lingot entier est exprimé en onces. Un lingot de 400 onces présentant une pureté de 995 millièmes (soit 0,995) pèse donc 400 onces. Son poids d'or fin est en revanche de 398 onces troy (soit  $400 \times 0,995$ ). L'once troy et l'once sont toutes deux, par définition, égales à 31,1034768 grammes. Par conséquent, le poids du lingot de 400 onces considéré est de 12 440 grammes (soit  $400 \times 31,1$ ), et son poids d'or fin de 398 onces troy correspond donc à 12 378 grammes (soit  $398 \times 31,1$ ).

## MARCHÉ AU COMPTANT, MARCHÉ À TERME ET MARCHÉ DES OPTIONS

Sur le marché au comptant, la livraison des lingots d'or a lieu au plus tard deux jours après leur paiement. Le prix effectif de l'or (prix spot) découle de l'interaction de l'offre et de la demande sur ce marché. Sur le marché à terme sont négociés des lingots d'or qui seront livrés ultérieurement. Enfin, sur le marché des options, les intervenants échangent le droit – mais non l'obligation – d'acheter (*call*) ou de vendre (*put*) des lingots d'or à l'avenir à un prix défini.

Ces trois marchés offrent différentes possibilités. Par exemple, si un bijoutier sait qu'il aura besoin de 400 onces d'or dans trois mois, il peut très bien attendre et acheter l'or dans trois mois, sur le marché au comptant. Mais il peut également conclure un contrat à terme, qui fixe le prix d'achat de l'or dans trois mois. Selon que le prix de l'or dans trois mois sera supérieur ou inférieur au prix fixé dans le contrat, il gagnera ou perdra au change. En effet, il aura dans tous les cas l'obligation d'acheter de l'or au prix convenu par contrat. C'est là la différence fondamentale avec une option: si le bijoutier achète une option d'achat, il pourra acheter de l'or dans trois mois, mais n'en aura pas l'obligation. Si le prix de l'or sur le marché au comptant est inférieur dans trois mois au prix fixé dans le contrat d'option, le bijoutier n'exercera pas l'option, et il achètera l'or sur le marché au comptant.

Le négoce de l'or ne porte pas uniquement sur le métal précieux sous sa forme physique, il se matérialise aussi dans l'échange de titres en Bourse, tels les *futures* et les options sur or négociés dans les Bourses à terme. La principale Bourse à terme pour l'or est la Commodity Exchange (COMEX Division) de New York. Les *futures* sur or négociés dans les Bourses à terme sont des contrats à terme standardisés. A l'inverse, les *gold forwards* sont des contrats à terme individuels négociés de gré à gré sur le marché de l'or de Londres. Quant aux options sur or, elles sont négociées de gré à gré sur le marché de l'or de Londres et dans les Bourses à terme. Les options boursières concernent la plupart du temps des *futures* sur or négociés dans la Bourse concernée. Le prix des options sur or dans les Bourses à terme découle ainsi du prix des *futures*; cela le distingue du prix des options sur le marché de l'or de Londres, qui dépend du prix spot. Les *futures* et options sur or négociés dans les Bourses à terme ne conduisent que rarement à la livraison physique du métal précieux<sup>19</sup>.

1 Le changement de propriétaire d'un lingot d'or s'effectue de gré à gré, c'est-à-dire hors Bourse. Autrement dit, il s'agit d'une transaction directe entre l'acheteur et le vendeur, ne passant pas par une Bourse ou une instance de compensation qui garantirait la solvabilité au moyen d'un système de marges. Cette procédure entraîne pour les deux parties un risque de contrepartie. La transaction peut également être conçue de manière souple. Contrairement au négoce effectué en Bourse, le négoce de l'or de gré à gré ne présente pas de chiffres d'affaires et n'est pas réglementé par une autorité de surveillance. Ce sont les opérateurs eux-mêmes qui fixent les règles. A Londres, par exemple, c'est l'association de la branche – la London Bullion Market Association ou LBMA – qui définit les directives et détermine les règles d'accès au marché.

2 Le prix de l'or à Londres est exprimé en dollar des Etats-Unis par once troy (unité de mesure de l'or pur ou fin). Ce prix comprend la livraison de l'or à Londres. Tout autre lieu de livraison entraîne la perception de frais de transport. Le prix de Londres sert de prix de référence pour les autres places de négoce. Il est fixé par un groupe d'opérateurs définis suivant une procédure précise, sur la base des déclarations de ventes et d'achats envisagés par quatre teneurs de marché: il s'agit du prix d'équilibre de l'offre et de la demande ainsi approximées.

3 Dans la mesure où ils transmettent des ordres d'achat et de vente, ils «font» le marché et sont donc appelés animateurs ou teneurs de marché. Ils doivent être distingués des «simples» opérateurs, qui soit achètent, soit vendent sur un marché.

4 Contrairement aux lingots d'or physiques, les parts d'un ETF (Exchange Traded Funds) sont négociées en Bourse. Un ETF permet à un investisseur, par la détention d'un titre, de tirer profit des fluctuations du prix de l'or. Si les actifs d'un ETF sont intégralement placés en lingots d'or, la rémunération peut être effectuée sous forme d'or physique ou sous forme monétaire, au choix de l'investisseur. Les actifs d'un ETF sont considérés comme des fonds spéciaux. L'acquisition d'une part de fonds nécessite une mise en capital inférieure à ce qui serait nécessaire pour acquérir des lingots physiques. C'est pourquoi les ETF permettent aux petits épargnants d'accéder au marché de l'or.

5 Voir <https://www.goldbroker.de/aktuelles/chinas-bedeutung-auf-dem-goldmarkt-514>.

6 On parle de *size swap* lorsque la refonte aboutit à un changement de la taille du lingot, et de *quality swap* lorsqu'elle mène à un changement de pureté du métal. Voir Eibl, C. (2008) «Alles, was Sie über Gold wissen müssen», page 32.

7 Voir Administration fédérale des douanes (AFD), 2013, «Publication des statistiques sur les importations et exportations d'or, Rapport final du groupe de réflexion à l'intention du Directeur général des douanes», page 9.

8 Il s'agit ici des valeurs des importations et des exportations d'«or non monétaire». La distinction entre or monétaire et or non monétaire est présentée dans la section «L'or dans la balance suisse des paiements». Pour ce qui est de la composition des importations (lingots bruts et lingots négociables) et des exportations (presque uniquement des lingots négociables), voir AFD (2013) «Publication des statistiques sur les importations et exportations d'or, Rapport final du groupe de réflexion à l'intention du Directeur général des douanes», page 7.

Depuis 2014, l'AFD publie des données par pays dans sa statistique du commerce extérieur (voir AFD, 2014, «Commerce extérieur de l'or : première publication par pays depuis 1980»). En 2014, l'AFD a également publié la structure par pays entre 1982 et 2013. L'AFD indique le pays fournisseur et non le pays d'origine, information communément utilisée dans la statistique du commerce extérieur mais souvent inconnue pour l'or.

9 En divisant les valeurs des importations et des exportations d'or par le prix de l'or, on obtient une estimation des volumes d'or fin correspondants. Le volume d'or fin est certes une construction purement théorique, mais ces estimations sont nécessaires car les valeurs des importations comprennent des lingots bruts et des lingots négociables, tandis que les valeurs des exportations comprennent presque exclusivement des lingots négociables.

10 La variation de la valeur d'une marchandise peut trouver sa cause dans une variation des volumes vendus (effet volume) ou des prix pratiqués (effet prix), ou encore dans une combinaison des deux effets. Toutefois, comme on ne peut déterminer la part de chacun des deux effets lorsqu'ils se combinent, un calcul exact n'est pas possible et on procède donc par approximation.

11 La forte progression de la demande en provenance d'Asie débute à la fin des années 1990, période où l'Inde a commencé à acheter de l'or. D'autres pays ont suivi. A partir de 2010, la Chine et Hong Kong sont devenus des clients importants. La Chine importe de l'or de Suisse, mais en extrait et en raffine également elle-même.

12 Pour le reste, les Etats-Unis et la Russie, deux producteurs importants, représentaient respectivement 10,2% et 3% des importations, et la France et l'Italie, deux pays voisins de la Suisse, 3,8% chacune. En 2013, 73,5% des importations d'or de la Suisse provenaient de ces quatre pays et du Royaume Uni. Entre 1984 et 2014, le Royaume Uni et les Etats-Unis ont toujours fourni une part notable des importations de la Suisse. Dans cette période, les importations directes d'Afrique du Sud, qui avaient été importantes antérieurement, ont reculé. Les lingots bruts d'Afrique du Sud sont affinés sur place ou sont livrés en Suisse en passant par un autre pays. En effet, les données des importations font apparaître le pays fournisseur, et non le pays d'origine de l'or.

13 Le prix d'une part de fonds est ainsi passé de moins de 300 francs en 2008 à plus de 500 francs en 2012.

14 Les autres engagements en métaux précieux et à vue des banques établies en Suisse envers des clients domiciliés à l'étranger sont passés de 9,5 milliards de francs en 2008 à 24 milliards en 2012. Ces valeurs correspondent à un volume estimé d'or fin de 315 tonnes en 2008 et de 480 tonnes en 2012. En revanche, les engagements des banques domiciliées en Suisse envers la clientèle domiciliée en Suisse n'ont que modestement progressé, passant de 3 milliards de francs en 2008 à 4,5 milliards en 2012. Ces valeurs traduisent un recul du volume estimé d'or fin, de 100 tonnes en 2008 à 90 tonnes en 2012. Pour ce qui concerne les engagements des banques en métaux précieux, on pourra consulter l'ouvrage Les banques suisses publié par la Banque nationale suisse.

15 L'or peut également être importé pour être traité et transformé en bijoux, en montres et en d'autres produits. Sur le plan comptable, il en découle alors une importation nette d'or: cela est évident lorsque ces produits restent en Suisse, mais c'est également le cas lorsqu'ils sont exportés, du fait que l'importation d'or est enregistrée sous la position tarifaire «Or non monétaire», mais non l'exportation du produit concerné.

16 Les métaux précieux sous forme de lingots ou de pièces étaient comptabilisés sous la position «Métaux précieux sous forme brute et sous forme de pièces» dans la composante Autres mouvements de capitaux. Les importations et exportations de lingots d'or constituaient de loin l'essentiel du négoce de métaux précieux: en 2013, elle s'élevaient respectivement à 109 milliards de francs et à 118 milliards, tandis que les importations et exportations de lingots d'argent s'inscrivaient à 1,3 milliard et 1,7 milliard. Quant aux valeurs concernant le négoce de monnaies d'or et d'argent, elles étaient encore plus faibles. Depuis 2014, le négoce de lingots d'argent ainsi que le négoce de monnaies d'or et d'argent sont comptabilisés dans le commerce extérieur, mais séparément du négoce de lingots d'or.

17 [http://www.etfsecurities.com/documents/gold\\_brochure.pdf](http://www.etfsecurities.com/documents/gold_brochure.pdf), page 6.

18 Voir Eibl, C. (2008), «Alles, was Sie über Gold wissen müssen», page 111.

19 Voir Eibl, C., (2008), «Alles, was Sie über Gold wissen müssen», pages 54 et 63.





#### **Editeur**

Banque nationale suisse  
Statistique  
Case postale, CH-8022 Zurich  
Téléphone +41 58 631 00 00

#### **Renseignements**

bop@snb.ch

#### **Langues**

Français, allemand et anglais

#### **Conception**

Interbrand AG, Zurich

#### **Impression**

Neidhart + Schön AG, Zurich

#### **Date de publication**

août 2015

ISSN 2297-4490 (version imprimée)  
ISSN 2297-4520 (version électronique)

#### **Accès aux publications**

Les publications de la Banque nationale suisse peuvent être consultées sur Internet, à l'adresse [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publications.

Le calendrier des publications figure à l'adresse [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Médias/Calendrier.

Une grande partie des publications peuvent être obtenues sur papier, individuellement ou par abonnement, à l'adresse suivante:  
Banque nationale suisse, Bibliothèque  
Case postale, CH-8022 Zurich  
Téléphone +41 58 631 11 50  
Fax: +41 58 631 50 48  
E-mail: [library@snb.ch](mailto:library@snb.ch)



#### **Droits d'auteur/copyright ©**

La Banque nationale suisse (BNS) respecte tous les droits de tiers, en particulier ceux qui concernent des œuvres susceptibles de bénéficier de la protection du droit d'auteur (informations ou données, libellés et présentations, dans la mesure où ils ont un caractère individuel).

L'utilisation, relevant du droit d'auteur (reproduction, utilisation par Internet, etc.), de publications de la BNS munies d'un copyright (© Banque nationale suisse/BNS, Zurich/année, etc.) nécessite l'indication de la source, si elle est faite à des fins non commerciales. Si elle est faite à des fins commerciales, elle exige l'autorisation expresse de la BNS.

Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

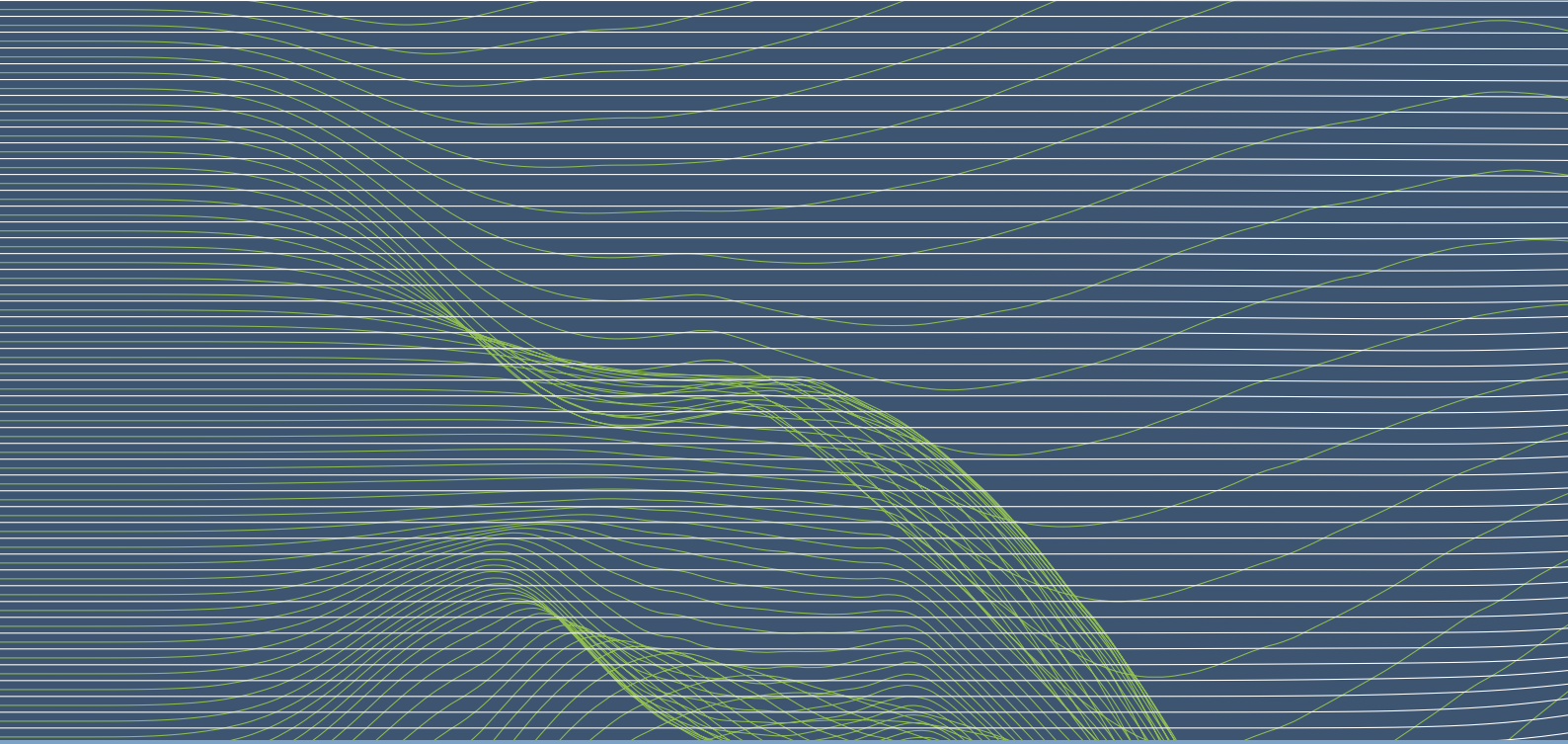
Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

#### **Limitation de la responsabilité**

Les informations que la BNS met à disposition ne sauraient engager sa responsabilité. La BNS ne répond en aucun cas de pertes ni de dommages pouvant survenir à la suite de l'utilisation des informations qu'elle met à disposition. La limitation de la responsabilité porte en particulier sur l'actualité, l'exactitude, la validité et la disponibilité des informations.

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2015





SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK

