
Excédent élevé de la balance suisse des transactions courantes: quelles conséquences pour la politique monétaire de la BNS?

Centre de sciences économiques de l'Université de Bâle

Thomas J. Jordan

Président de la Direction générale*

Banque nationale suisse

Bâle, le 23 novembre 2017

© Banque nationale suisse, Zurich, 2017 (exposé donné en allemand)

* L'intervenant remercie Thomas Nitschka et Pinar Yesin pour leur contribution à la rédaction du présent exposé. Ses remerciements s'adressent également à Simone Auer, à Alain Gabler, à Petra Gerlach, à Peter Kuster, à Carlos Lenz et à Alexander Perruchoud ainsi qu'aux services linguistiques de la BNS.

Introduction

Depuis les années 1980, la Suisse affiche de manière récurrente un excédent de sa balance des transactions courantes. Cela signifie, pour simplifier, que les recettes sont supérieures aux dépenses dans nos échanges économiques avec l'étranger. En 2016, cet excédent représentait environ 10% du produit intérieur brut (PIB). Certaines années, il a même frôlé les 15%.

Selon une approche théorique élémentaire, un excédent de la balance des transactions courantes indique une monnaie sous-évaluée. Pour pouvoir compenser un tel excédent à l'avenir, il faudrait que la monnaie du pays se revalorise, ce qui entraînerait une diminution des exportations nettes.

Or cette approche s'inscrit en contradiction avec l'appréciation de la Banque nationale suisse (BNS), selon laquelle le franc se situe depuis des années à un niveau élevé et qu'il a même parfois été extrêmement surévalué. Il est donc logique que, malgré un certain affaiblissement de notre monnaie, notre politique monétaire vise toujours à réduire les pressions sur le franc et à rendre les placements en francs moins attrayants.

Mais comment faire concorder ces trois éléments que sont l'excédent persistant de la balance des transactions courantes, l'enseignement théorique élémentaire et le constat de la BNS? L'excédent de la balance suisse des transactions courantes résulte-t-il même d'une politique monétaire qui exerce délibérément des pressions à la baisse sur le cours du franc afin de stimuler les exportations¹?

Au cours des dernières années, le débat autour des excédents de la balance des transactions courantes et d'une politique monétaire qui serait déloyale dans certains pays s'est intensifié sur le plan international. Dans ce contexte, la Suisse se trouve depuis 2016 sur une liste d'observation du Trésor américain. Toutefois, elle ne figure pas comme manipulateur de devises dans le rapport correspondant puisqu'elle ne remplit pas l'ensemble des critères prévus à ce titre. Mais elle fait l'objet d'une attention particulière. A cet égard, nous veillons à entretenir des échanges constructifs avec les services compétents du gouvernement des Etats-Unis.

Les autorités étrangères et les organisations internationales reconnaissent la situation spécifique de la Suisse. Elles font donc également preuve de compréhension envers les mesures de politique monétaire qu'a dû prendre la BNS. Selon le dernier rapport du Fonds monétaire international (FMI), intitulé *External Sector Report* et publié en juillet 2017, la Suisse présente une balance des transactions courantes conforme à sa situation économique. De plus, sa politique monétaire et budgétaire sont considérées comme appropriées.

Cependant, les discussions menées au niveau international sur les excédents ou les déficits de la balance des transactions courantes sont parfois vives et pas toujours factuelles. Certains

¹ Voir Jordan, Thomas (février 2013), «Franc fort et solde actif élevé de la balance des transactions courantes: une contradiction?», www.snb.ch/fr/mmr/speeches/id/ref_20130219_tjn, et Jordan, Thomas (octobre 2013), «Le cours plancher et l'excédent de la balance des transactions courantes sont conciliables», www.snb.ch/fr/mmr/speeches/id/ref_20131008_tjn.

observateurs dénoncent régulièrement la Suisse en raison de son excédent persistant. La politique monétaire de la BNS se trouve alors au centre des critiques. Vous ne serez donc pas surpris qu'il me tienne à cœur de dresser un état des lieux sur le sujet.

Permettez-moi de résumer d'emblée le résultat de ma réflexion:

Dans le cas particulier de la Suisse, la balance des transactions courantes n'est pas une mesure appropriée pour évaluer les flux commerciaux ni l'évolution de la position extérieure; elle ne constitue pas non plus un bon indicateur pour fixer le cap de la politique monétaire. Si nous nous étions basés sur son évolution au cours des dernières années, nous aurions dû tolérer une appréciation encore plus forte de notre monnaie, laquelle aurait entraîné une récession et une chute des prix. Une telle appréciation du franc n'aurait, en outre, pas apaisé les détracteurs de l'excédent de notre balance des transactions courantes, ni servi les intérêts des autres pays. D'une part, cet excédent ne se serait pas foncièrement résorbé, même en cas de forte appréciation de notre monnaie. Cela tient au fait que l'excédent de la balance suisse des transactions courantes, calculé selon la norme internationale, est dû en majeure partie à des distorsions statistiques et à des facteurs structurels sur lesquels le cours de change n'a que peu d'influence. D'autre part, si la Suisse avait subi une récession, elle aurait moins contribué à la demande mondiale de biens et services, ce qui aurait alors eu un impact négatif sur d'autres pays.

Notre politique monétaire, qui repose sur le taux d'intérêt négatif et notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes, n'a pas pour but de procurer à la Suisse des avantages déloyaux dans ses échanges de marchandises et de services avec l'étranger, ni d'accroître l'excédent de sa balance des transactions courantes au sens mercantiliste. Elle vise au contraire à réduire la pression à la hausse excessive sur le franc, en tant que valeur refuge, et à assurer ainsi la stabilité des prix. Car le franc se maintient toujours à un niveau élevé même si, à première vue, l'excédent de la balance des transactions courantes pourrait conduire à un autre constat.

Permettez-moi pour commencer de resituer dans son contexte le débat sur la balance des transactions courantes. Puis j'analyserai en détail les principaux facteurs de l'excédent de la balance des transactions courantes de la Suisse et en tirerai les conclusions qui s'imposent pour notre politique monétaire.

Notions de base sur la balance des transactions courantes

J'aimerais tout d'abord vous rappeler la définition de la balance des transactions courantes.

Définition de la balance des transactions courantes

Le solde de la balance des transactions courantes correspond à la différence entre les recettes et les dépenses issues des échanges de marchandises et de services, à laquelle s'ajoutent les

revenus nets du travail et de capitaux, et le solde des transferts courants d'une économie². C'est ce qu'illustre l'équation 1.

La balance commerciale présente un solde actif (soit un excédent) quand un pays exporte davantage de marchandises et de services qu'il n'en importe. A l'inverse, elle affiche un solde passif (à savoir un déficit) quand un pays importe davantage de marchandises et de services qu'il n'en exporte.

Les recettes tirées des revenus nets de capitaux comprennent notamment les intérêts perçus sur les obligations d'émetteurs non résidents ainsi que les dividendes reçus sur les actions d'émetteurs non résidents en mains d'investisseurs résidents. Les revenus nets du travail incluent par exemple du côté des dépenses les salaires versés aux frontaliers qui travaillent dans le Tessin, mais habitent à Milan. Enfin, on trouve entre autres dans les transferts courants les dépenses de la Confédération dans le domaine de l'aide au développement.

Dans la plupart des pays, le solde de la balance commerciale détermine celui de la balance des transactions courantes. Les autres composantes ne contribuent que marginalement à cette dernière³.

Par définition, le solde de la balance des transactions courantes correspond aussi à la différence entre l'épargne et les investissements intérieurs d'une économie. Cette approche est schématisée dans l'équation 2⁴.

Si un pays présente un excédent de sa balance des transactions courantes, cela signifie donc qu'il épargne plus qu'il n'investit au niveau national. Dans ce cas, le capital excédentaire est exporté à l'étranger. A l'inverse, un pays dont la balance des transactions courantes affiche un solde passif importe des capitaux de l'étranger car il investit davantage qu'il n'épargne. Cette perspective, que l'on désigne par le terme de compte financier, est le miroir de la balance des transactions courantes. Un pays dont la balance des transactions courantes et, partant, le compte financier présentent un solde actif accumule les créances, c'est-à-dire les avoirs qu'il détient vis-à-vis du reste du monde et que l'on nomme les actifs à l'étranger. Par contre, un pays dont la balance des transactions courantes affiche un solde passif accumule les engagements, à savoir des dettes vis-à-vis du reste du monde, ce que l'on nomme les passifs envers l'étranger. Nous désignons par le terme de position extérieure nette la différence entre les actifs à l'étranger et les passifs envers l'étranger.

² Dans la publication de la BNS intitulée *Balance des paiements et position extérieure de la Suisse 2016*, le thème spécial (pages 31 à 37) fournit un excellent aperçu de la méthodologie utilisée pour dresser la balance des paiements et des liens entre les balances partielles composant cette dernière.

³ Dans le cas de la Suisse, les revenus nets de capitaux ont longtemps prédominé dans le solde de la balance des transactions courantes avant la crise financière.

⁴ Dans la statistique, des écarts par rapport à cette équation sont toutefois inévitables. Ils sont dus à des erreurs ou à des lacunes dans les données, imputables au grand nombre de sources utilisées. En outre, il faut prendre en considération le compte de capital, dont nous ferons abstraction ici par souci de simplification.

L'équation 3 illustre le lien entre le solde de la balance des transactions courantes qui reflète des flux et la position extérieure nette qui correspond à des stocks. Le solde de la balance des transactions courantes d'une année donnée est égal à la variation de la position extérieure nette durant cette même année, corrigée d'autres facteurs. En d'autres termes, la position extérieure nette se compose des soldes de la balance des transactions courantes, cumulés au fil du temps.

Les variations des cours de change et des prix des actifs dans le pays concerné et à l'étranger font partie des facteurs pouvant influencer le solde de la balance des transactions courantes, mais aussi la position extérieure nette. Une appréciation de la monnaie locale entraîne habituellement une diminution de la position extérieure nette, indépendamment du solde de la balance des transactions courantes. Cela s'explique par le fait que les actifs à l'étranger sont détenus principalement en monnaie étrangère, alors que les passifs envers l'étranger sont libellés en monnaie locale. Les effets de revalorisation jouant parfois un rôle considérable, la balance des transactions courantes ne donne pas une image complète de l'évolution de la position extérieure nette.

Balance des transactions courantes de la Suisse

Après ce bref rappel des relations existant entre les différents éléments de la balance des transactions courantes, observons maintenant l'évolution sur le long terme de la balance des transactions courantes de la Suisse.

Le graphique 1 présente l'évolution, entre 1960 et 2016, du solde annuel de notre balance des transactions courantes, en % du PIB. Depuis les années 1980, la balance des transactions courantes présente un excédent, lequel s'est fortement accru jusqu'à la crise financière. Pendant celle-ci, cet excédent a subi des fluctuations importantes. Ces dernières années, il s'est stabilisé dans une fourchette de 8 à 11% du PIB. En 2016, il s'est établi à environ 10%.

Etant donné que la balance des transactions courantes de la Suisse affiche de manière récurrente un excédent, on pourrait s'attendre à ce que sa position extérieure nette augmente. Or, comme on le voit clairement sur le graphique 2, ce n'est pas le cas.

Ce graphique montre la position extérieure nette de la Suisse, également en % du PIB, entre 2000 et 2016. D'une année à l'autre, on note de fortes fluctuations qu'on ne peut expliquer par l'excédent de la balance des transactions courantes. En dehors de ces fluctuations, on ne constate pas d'accroissement notable de la position extérieure nette durant la période de référence.

Les fortes fluctuations révèlent l'importance des autres facteurs mentionnés pour l'évolution de la position extérieure nette. Je reviendrai tout à l'heure sur ces autres facteurs.

Permettez-moi d'ajouter le point suivant: bien que la position extérieure nette n'ait pas augmenté, les créances et les engagements bruts de la Suisse vis-à-vis du reste du monde ont continué de progresser, notamment depuis les années 1990. Ainsi, en 2016, nos actifs à l'étranger et nos passifs envers l'étranger représentaient respectivement près de sept fois et

cinq fois le PIB du pays. L'économie suisse demeure donc en moyenne plus fortement interconnectée à l'échelle mondiale que celles des autres Etats, et ce non seulement pour ce qui est des échanges de marchandises et de services, mais aussi concernant les investissements de portefeuille et les investissements directs.

Comme nous l'avons indiqué précédemment, le solde de la balance des transactions courantes correspond à la différence entre l'épargne et les investissements intérieurs. A l'échelle internationale, on avance souvent que les pays dégagant un excédent investissent trop peu ou épargnent trop. Qu'en est-il de la Suisse?

Le graphique 3 présente le taux d'épargne et le taux d'investissement moyens de la Suisse et de différents groupes de pays entre 2010 et 2015. Les taux d'épargne sont représentés en rouge, et les taux d'investissement, en bleu.

Le graphique montre que les investissements de notre pays sont certes assez considérables, mais que son épargne est encore bien plus élevée. En effet, les investissements de la Suisse comptent pour 24% de son PIB, ce qui la place déjà devant le groupe des pays industrialisés et des pays de l'OCDE. Mais pour ce qui concerne son taux d'épargne, lequel atteint 36%, notre pays se trouve parmi les premiers.

Le taux d'investissement élevé de la Suisse montre que l'excédent de notre balance des transactions courantes ne résulte pas tant d'un volume d'investissements insuffisant que d'un taux d'épargne élevé en comparaison internationale.

Soldes de la balance des transactions courantes à l'échelle mondiale

Permettez-moi de vous présenter maintenant l'évolution des excédents et des déficits de la balance des transactions courantes à l'échelle mondiale.

Le graphique 4 représente l'évolution de ces excédents et de ces déficits exprimés en % du produit mondial brut durant les 20 dernières années. Les valeurs positives correspondent à un excédent, et les valeurs négatives, à un déficit de la balance des transactions courantes. J'aimerais revenir en détail sur leur évolution dans certaines économies.

Observons d'abord les pays qui présentent un déficit de leur balance des transactions courantes. Nous voyons d'abord les Etats-Unis, représentés en bleu vif. La partie rose des barres, quant à elle, regroupe tous les autres pays accusant un déficit. Ils étaient au nombre de 106 en 2016.

Etudions à présent les pays qui dégagent un excédent. Il s'agit notamment de la Chine (en rouge), de l'Allemagne (en orange), du Japon (en vert) et de la Suisse (minuscule partie bleu foncé). Les autres pays présentant un excédent (en bleu clair) étaient au nombre de 42 en 2016.

Ce graphique illustre trois phénomènes.

Premièrement, du fait de la taille de notre pays, son excédent joue un rôle modeste à l'échelle mondiale. La part de la Suisse dans les soldes des balances des transactions courantes à

l'échelle internationale est infime et n'a pas contribué à la croissance mondiale des soldes de ces dernières avant la crise financière.

Deuxièmement, nous constatons que quatre grands pays concourent de manière décisive à l'ampleur et à l'évolution des soldes de la balance des transactions courantes: l'Allemagne, la Chine, les Etats-Unis et le Japon constituent ensemble près de la moitié des soldes mondiaux. L'autre moitié revient à quelque 150 autres pays. Il est intéressant de noter que les différents pays conservent sur de longues périodes leur excédent ou leur déficit respectif. Ainsi, l'Allemagne affiche un excédent depuis 2002, et les Etats-Unis, un déficit depuis 1992.

Troisièmement, le total des excédents et celui des déficits ont augmenté continuellement jusqu'au début de la crise financière. Ils se sont néanmoins résorbés avec la crise, puis sont restés plus ou moins inchangés par la suite.

En résumé, les excédents et les déficits de la balance des transactions courantes à l'échelle mondiale ne se sont, certes, pas accrus depuis la crise financière. Toutefois, certains pays présentent sur une longue période des excédents ou des déficits importants. La Suisse fait partie de ces pays. Il nous faut donc nous demander si cette évolution peut encore se prolonger sur la durée.

Cela me conduit à la question des facteurs favorisant la persistance d'excédents et de déficits de la balance des transactions courantes dans certains pays.

Facteurs déterminant le solde de la balance des transactions courantes

Retenons la règle suivante: les excédents et les déficits de la balance des transactions courantes permettent de répartir la consommation de manière optimale sur une période donnée. La répartition souhaitée est déterminée par des facteurs structurels tels que la démographie et le potentiel de production futur.

Permettez-moi d'illustrer ce point par deux exemples.

L'Inde est une économie émergente à la population jeune. Le pays doit beaucoup investir. Mais comme il dispose d'une épargne insuffisante sur le plan intérieur, il doit importer des capitaux de l'étranger pour financer la consommation et les investissements actuels; sa balance des transactions courantes est donc déficitaire.

Le Japon, quant à lui, présente la situation inverse. C'est un pays riche et fortement développé, doté d'une population qui vieillit rapidement et d'une croissance démographique négative. C'est pourquoi il épargne aujourd'hui, afin de pouvoir consommer demain. De plus, il est plus intéressant pour ce pays de placer ses capitaux à l'étranger, car les possibilités de placement au Japon sont plus réduites, et les perspectives de croissance, modérées. C'est pourquoi le Japon exporte des capitaux et affiche une balance des transactions courantes excédentaire.

Il existe donc des raisons structurelles à ce qu'un pays dégage sur une longue période un excédent ou un déficit de sa balance des transactions courantes. Une balance excédentaire ou

déficitaire ne reflète donc pas nécessairement une sous- ou une surévaluation de la monnaie, ni un risque pour le pays lui-même ou l'économie mondiale⁵.

Comment distinguer les excédents ou déficits pouvant s'expliquer par des fondamentaux de ceux dont ce n'est pas le cas?

Le FMI a élaboré un modèle permettant de procéder à une analyse approfondie de l'incidence de différents facteurs économiques sur les soldes de la balance des transactions courantes. On compte notamment parmi ces facteurs la démographie, le niveau de développement et la politique budgétaire, lesquels influencent l'épargne et l'investissement. Les évaluations sont ensuite regroupées dans un rapport annuel intitulé *External Sector Report*, que j'ai évoqué dans mon introduction.

Pendant, il ne suffit pas d'appliquer le modèle de manière mécanique. C'est pourquoi le FMI prend également en compte la situation propre à chaque pays et les particularités éventuelles des données relatives à sa balance des paiements. Pour ce qui concerne la Suisse, il a conclu que l'excédent de sa balance des transactions courantes est conforme à la situation économique du pays et n'est pas le résultat d'une sous-évaluation de sa monnaie ou d'une politique monétaire ou budgétaire inappropriée.

Cela m'amène à la question des facteurs qui expliquent l'excédent persistant de la balance des transactions courantes de la Suisse.

Facteurs expliquant l'excédent persistant de la balance des transactions courantes de la Suisse

L'excédent de la balance suisse des transactions courantes, calculé selon la norme internationale, est déterminé par des facteurs particuliers. D'abord, l'excédent de notre balance des transactions courantes et celui de notre épargne sont surestimés en raison de distorsions statistiques. Ensuite, il existe des facteurs structurels justifiant un excédent d'épargne. Pensons notamment à l'évolution démographique, qui joue un rôle essentiel dans le niveau élevé de l'épargne des ménages suisses.

Enfin, la structure de l'économie suisse conduit à ce que la balance des transactions courantes et l'ensemble de l'économie n'évoluent pas nécessairement au même rythme en cas de fluctuations du franc. En effet, deux domaines d'activité sont principalement responsables de l'excédent de la balance commerciale: l'industrie pharmaceutique et le commerce de transit. Or les exportations nettes réalisées dans ces deux domaines sont peu sensibles aux variations des cours de change. Dans le même temps, l'importance de ces deux domaines pour l'évolution de la balance des transactions courantes est bien plus grande que pour celle de l'économie dans son ensemble.

⁵ Un déficit élevé peut dans certains cas conduire à des problèmes de refinancement. C'est ce que l'on appelle des crises de la balance des paiements. Le présent exposé n'aborde pas davantage la question du financement des déficits de la balance des transactions courantes. Il traite uniquement de la discussion sur les manipulations monétaires et les excédents de la balance des transactions courantes.

Permettez-moi de développer ces trois éléments.

Distorsions statistiques

Des distorsions statistiques dans la balance des transactions courantes entraînent une surestimation de notre excédent. Ces distorsions sont la conséquence des rapports de propriété régissant les entreprises multinationales cotées en bourse et établies en Suisse, et de l'inflation traditionnellement plus faible dans notre pays.

Le graphique 5 illustre ce phénomène. Les distorsions qui y sont représentées reposent sur des estimations de la BNS, lesquelles fournissent des éléments précieux pour mieux comprendre et analyser la balance suisse des transactions courantes.

La première distorsion découle du choix de la Suisse comme site d'implantation par des entreprises multinationales. Par rapport à sa taille, notre pays héberge bien plus de sièges de multinationales (c'est-à-dire de grandes entreprises cotées en bourse et opérant dans le monde entier) que la moyenne. Une part importante de ces entreprises sont détenues par une pluralité d'investisseurs non résidents. Lors de l'élaboration de la balance des paiements et de la position extérieure conformément aux prescriptions du FMI, ce type de rapport de propriété peut conduire à une surestimation du solde de la balance des transactions courantes. C'est notamment le cas lorsqu'une telle entreprise en mains étrangères réinvestit une part substantielle de ses bénéfices au lieu de les distribuer sous la forme de dividendes⁶. L'épargne générée par ces entreprises multinationales est intégralement attribuée à la Suisse, alors même qu'elle appartient, pour une part importante, à des investisseurs non résidents.

Le graphique 5 montre l'ampleur de cette distorsion (partie rouge des barres). Nous constatons certes que cette partie rouge fluctue considérablement d'une année à l'autre, mais sa contribution est en moyenne clairement positive et explique une part substantielle de l'excédent de la balance des transactions courantes de la Suisse. Cela illustre le fait que l'interconnexion croissante des entreprises à l'échelle mondiale rend l'établissement de la balance des transactions courantes conformément aux prescriptions statistiques internationales davantage sujet à des distorsions statistiques.

La deuxième distorsion découle du bas niveau de notre inflation, qui est représenté par la partie bleue des barres dans le graphique 5. L'inflation, et par là même les taux d'intérêt nominaux, sont traditionnellement moins élevés en Suisse que dans le reste du monde. C'est pourquoi notre pays réalise un revenu nominal plus élevé à partir des actifs qu'il possède à l'étranger que celui généré par les non-résidents avec les actifs qu'ils détiennent en Suisse. Autrement dit, la Suisse réalise en permanence des revenus nets de capitaux positifs, d'une part, parce que sa position extérieure nette est considérable et, d'autre part, car les taux d'intérêt sont plus élevés à l'étranger du fait que l'inflation y est aussi plus forte. Cela dit, et il s'agit là d'un point crucial, ce solde accru en raison du différentiel d'inflation et de l'écart de

⁶ Conformément aux prescriptions du FMI, ces bénéfices réinvestis tirés des investissements de portefeuille ne sont pas pris en compte dans la balance des transactions courantes.

taux d'intérêt ne conduit pas, sur le long terme, à une augmentation de la position extérieure nette de la Suisse. En raison de l'inflation plus soutenue à l'étranger, le franc a tendance à s'apprécier en termes nominaux, ce qui, à son tour, réduit la position extérieure nette. On appelle «théorie de la parité des taux d'intérêt» la relation entre taux d'intérêt, inflation et cours de change. Ainsi, les taux d'intérêt plus élevés à l'étranger «gonflent» le solde de notre balance des transactions courantes. Ce solde est surestimé, car l'appréciation du franc en termes nominaux n'est pas prise en compte. Pour la même raison, à l'inverse, les revenus générés par les non-résidents sur leurs investissements en Suisse sont sous-évalués.

Nos estimations montrent que l'écart d'inflation joue un rôle important dans l'excédent de la balance des transactions courantes de la Suisse. Les barres bleues du graphique sont de grande ampleur et toujours dans la zone positive. Elles expliquent une large part de l'excédent.

Si l'on corrige le solde de la balance des transactions courantes en tenant compte de ces deux distorsions statistiques, l'excédent est pratiquement réduit de moitié. Le solde corrigé correspond à la barre orange du graphique. Il demeure certes positif, mais s'inscrit à un niveau nettement inférieur. Cette perspective implique bien entendu que l'excédent d'épargne en Suisse est lui aussi surestimé.

Autrement dit, les distorsions statistiques expliquent une part importante de l'excédent de la balance des transactions courantes et de l'excédent d'épargne de la Suisse. Comme peut-on expliquer la part résiduelle?

Démographie

Ce qui reste de l'excédent de la balance des transactions courantes et de l'excédent d'épargne peut s'expliquer en majeure partie par l'évolution démographique.

Le graphique 6 représente l'évolution de la répartition par tranche d'âge de la population suisse. Au cours des 45 dernières années, la part des 40-64 ans (courbe jaune) s'est accrue de manière continue. Actuellement, plus de 35% de la population suisse appartient à cette tranche d'âge. Or c'est précisément dans cette dernière que la propension à épargner est la plus élevée. En outre, l'espérance de vie a fortement augmenté au cours des 45 dernières années. Par conséquent, il est aujourd'hui en général nécessaire d'épargner pour une période plus longue après la vie active.

Par ailleurs, la Suisse dispose d'un système de prévoyance professionnelle solidement financé et fait partie des rares pays où ce système est obligatoire, ce qui favorise également un taux d'épargne élevé. Ce système permet d'accumuler l'épargne afin de financer le nombre croissant de rentiers et d'années de retraite⁷. De nombreux pays à la population vieillissante ne possèdent pas un tel système. Dans les comptes nationaux, les cotisations versées à la prévoyance professionnelle sont considérées comme de l'épargne. Un système de prévoyance

⁷ Il faut s'attendre à ce qu'à l'avenir, il soit nécessaire d'épargner un capital croissant pour maintenir le niveau actuel des prestations de la prévoyance professionnelle.

obligatoire assorti de taux de cotisation élevés contribue donc à ce que le taux d'épargne soit élevé en Suisse.

Dès lors, si le taux d'épargne en Suisse est aussi élevé, c'est parce que la population vieillit rapidement et que nous possédons un système de prévoyance au financement solide. Autrement dit, il existe une raison économique à ce que la Suisse présente un excédent de sa balance des transactions courantes. Une fois corrigé des distorsions statistiques, cet excédent ainsi que l'excédent d'épargne n'apparaissent pas comme excessifs, mais peuvent être considérés comme entièrement justifiés, étant donné l'évolution démographique.

Permettez-moi de passer maintenant au dernier facteur qui explique la persistance de l'excédent de notre balance des transactions courantes: la structure particulière de notre économie.

Branche pharmaceutique et commerce de transit

Depuis quelque temps, l'excédent de la balance des transactions courantes de la Suisse est principalement porté par deux domaines d'activité: l'industrie pharmaceutique et le commerce de transit⁸. Il faut noter que, malgré l'appréciation du franc, les exportations nettes dans ces deux domaines se sont fortement accrues ces dix dernières années. L'évolution a été tout autre dans les branches sensibles aux variations des cours de change, telles que l'industrie des machines ou le tourisme, qui ont beaucoup souffert de la fermeté du franc. Le recul de leurs exportations nettes a été largement compensé par l'évolution positive de l'industrie pharmaceutique et du commerce de transit.

Le graphique 7 montre la variation nominale des exportations nettes de différentes branches de l'industrie et des services, ainsi que du commerce de transit, entre 2007 et 2016. Le bas du graphique présente les exportations nettes de marchandises et de services (barres rouges). Durant cette période, les exportations nettes de marchandises se sont accrues de 23 milliards de francs, principalement, comme nous l'avons indiqué, grâce à l'industrie pharmaceutique et au commerce de transit. Les exportations nettes dans ces deux domaines ont considérablement augmenté, malgré la forte appréciation du franc. Quelles en sont les raisons?

Ces dernières années, la demande de médicaments et de produits relatifs à la santé s'est fortement accrue dans le monde entier, et l'industrie pharmaceutique en a bénéficié. C'est pourquoi la demande de ces produits réagit peu aux variations des prix ou des cours de change. Par ailleurs, la Suisse est devenue une plate-forme mondiale pour le négoce des matières premières. Or il se trouve que le commerce de transit dépend également davantage de la marche des affaires au niveau mondial que des cours de change.

Mais l'industrie pharmaceutique et le commerce de transit ne partagent pas seulement une faible sensibilité aux variations des cours de change. Leur importance pour l'évolution de la

⁸ On entend par commerce de transit l'achat de marchandises dans un pays tiers et la revente de ces dernières dans un autre pays tiers, sans qu'il y ait passage par le territoire national.

balance des transactions courantes est également bien plus grande que pour celle de l'économie suisse. C'est ce qu'indiquent notamment les données relatives à l'emploi. En 2016, l'industrie pharmaceutique et les entreprises actives dans le commerce de transit employaient en Suisse environ 50 000 personnes. Les cinq autres industries représentées sur le graphique 7, dont les produits sont sensibles aux cours de change, occupaient 325 000 personnes en 2016⁹.

En résumé, trois facteurs sont donc responsables de l'excédent persistant de la balance suisse des transactions courantes. Premièrement, des distorsions statistiques entraînent une surestimation de l'excédent de la balance des transactions courantes. Ces distorsions sont favorisées par l'importance des entreprises multinationales établies en Suisse et détenues par des non-résidents ainsi que par le niveau d'inflation plus bas en Suisse que dans d'autres pays. Deuxièmement, le vieillissement de la population et un système de prévoyance professionnelle solide expliquent une partie de l'excédent. Troisièmement, la balance des transactions courantes est dominée par deux domaines d'activité peu sensibles aux variations des cours de change, mais qui jouent un rôle bien plus important dans celle-ci que dans l'ensemble de l'économie.

La balance des transactions courantes n'est pas un indicateur permettant de fixer le cap de la politique monétaire de la BNS

Qu'est-ce que cela implique pour la politique monétaire?

J'ai commencé mon exposé en rappelant ce que la théorie élémentaire nous enseigne: un excédent persistant de la balance des transactions courantes est le signe d'un franc plutôt faible.

Or une telle approche se trouve en totale contradiction avec notre appréciation et, partant, avec notre politique monétaire actuelle. Celle-ci repose sur deux piliers: d'une part, le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS par les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers et, d'autre part, notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes. Ces deux piliers ont pour objectif de réduire les pressions qui s'exercent sur le franc, afin de garantir la stabilité des prix. Car le cours du franc a une forte influence sur les conditions monétaires en Suisse, et donc sur la stabilité des prix.

Permettez-moi d'illustrer ce lien à l'aide du graphique 8. La courbe bleue représente l'évolution, corrigée des différentiels d'inflation, du cours du franc par rapport à l'ensemble des partenaires commerciaux de la Suisse. Lorsqu'elle présente une pente croissante, cela indique que le franc s'apprécie en termes réels. Comme vous pouvez le voir, le franc s'est fortement apprécié depuis le début de la crise financière, dépassant parfois de 25% sa

⁹ Office fédéral de la statistique et Académies suisses des sciences (2016), «La Suisse et le négoce des matières premières», *Swiss Academies Factsheets*, vol. 11, n° 1.

moyenne de long terme. Notre monnaie a certes quelque peu fléchi au cours des derniers mois, mais elle demeure à un niveau élevé.

Cette fermeté du franc revêt une importance capitale pour l'orientation de notre politique monétaire. Le graphique 8 le montre clairement. L'inflation tout comme l'écart de production présentent une forte corrélation avec l'évolution du cours de change. Une appréciation du franc correspond à un durcissement des conditions monétaires. Elle entraîne directement un recul de l'inflation, du fait de la baisse des prix à l'importation. Dans le même temps, elle pèse sur l'utilisation des capacités de production dans l'ensemble de l'économie et, partant, également sur l'évolution générale des prix.

Les entreprises exportatrices ne sont pas les seules à être concernées par les fluctuations des cours de change. En effet, la Suisse est située au milieu de l'espace économique européen: les entreprises du pays sont donc en concurrence directe avec des entreprises étrangères, y compris sur le marché intérieur; elles ne peuvent donc pas fixer leurs prix à des niveaux nettement supérieurs à ceux des régions limitrophes. C'est pourquoi une appréciation du franc menace aussi leur compétitivité. Dans une économie très ouverte et étroitement liée au reste du monde telle que la Suisse, les fluctuations des cours de change ont donc une grande influence sur la stabilité des prix et sur l'activité économique.

Depuis 2009, nous avons plusieurs fois été confrontés à des situations où l'appréciation du franc a entraîné un durcissement indésirable des conditions monétaires, de sorte que les capacités de production n'ont pas été pleinement utilisées et que l'inflation s'est parfois inscrite dans la zone négative.

En vue d'accomplir notre mandat, qui consiste à assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution conjoncturelle, nous devons, dans de telles situations, contrer la fermeté excessive du franc en prenant des mesures expansionnistes. Or, compte tenu du très bas niveau actuel des taux à l'échelle mondiale, le canal des taux d'intérêt ne permet pas à lui seul d'influer sur les conditions monétaires. C'est pourquoi, d'une part, nous appliquons le taux d'intérêt négatif, qui s'inscrit actuellement à $-0,75\%$, et intervenons, d'autre part, au besoin directement sur le marché des changes. Notre politique a pour objectif de réduire les pressions exercées sur le franc et de rendre moins attrayants les placements dans notre monnaie.

Nos interventions sur le marché des changes ne sauraient donc être interprétées ni comme une politique «mercantiliste» menée au détriment de nos partenaires commerciaux ni comme une stratégie protectionniste. Bien au contraire, elles constituent pour la BNS un instrument indispensable pour assurer la stabilité des prix et remplir ainsi le mandat que lui a confié le législateur.

Que se passerait-il si nous interprétions l'excédent de la balance des transactions courantes comme le signe d'une sous-évaluation du franc ou d'une forte croissance de l'économie, sans tenir compte de la situation particulière de la Suisse? Nous méconnaîtrions les risques pour la stabilité des prix et la conjoncture auxquels nous avons sans cesse été confrontés dans un

passé récent. Et un franc encore plus fort ne permettrait pas pour autant de résorber foncièrement l'excédent de notre balance des transactions courantes.

J'aimerais illustrer ce point en m'appuyant sur un simple graphique. Si l'excédent de la balance des transactions courantes de la Suisse résultait d'une sous-évaluation du franc, nous observerions une forte corrélation entre les fluctuations des cours de change et les variations du solde de la balance des transactions courantes. Une appréciation du franc contribuerait alors à réduire l'excédent de la balance des transactions courantes. Le graphique 9, qui porte lui aussi sur les dix dernières années, montre qu'il n'en est rien. Les phases d'appréciation du franc se sont en effet accompagnées tantôt de hausses, tantôt de baisses de l'excédent de la balance des transactions courantes. Mais aucune relation univoque ne peut être établie.

Ce constat n'est guère surprenant au vu de ce que j'ai pu vous présenter jusqu'ici. Bien au contraire, il illustre une nouvelle fois l'influence d'un petit nombre de domaines d'activité très peu sensibles aux fluctuations des cours de change sur la balance suisse des transactions courantes.

Cette dernière n'est donc pas un indicateur pertinent pour fixer le cap de la politique monétaire en Suisse. Un excédent persistant ne constitue un indicateur sûr ni de la faiblesse ou de la fermeté du franc, ni de la stabilité des prix et de l'évolution conjoncturelle. Pour évaluer la situation monétaire, la BNS observe un large éventail de modèles différents en matière de cours de change. Le cours du franc revêt une grande importance pour l'inflation et la conjoncture. C'est pourquoi l'évolution de l'inflation et l'utilisation des capacités de production fournissent des signaux fiables pour déterminer si notre monnaie est évaluée à son juste niveau.

Permettez-moi maintenant de conclure mon intervention et d'en résumer les principaux points.

Conclusion

La persistance de l'excédent élevé de la balance des transactions courantes de la Suisse n'est pas le reflet d'un franc trop faible. Bien au contraire, cet excédent s'explique par trois facteurs.

Premièrement, des distorsions statistiques favorisent la tendance à surestimer l'excédent de la balance des transactions courantes de la Suisse. En effet, une large part des entreprises multinationales établies dans notre pays sont détenues par des non-résidents. Or si ces entreprises réinvestissent leurs bénéfices, ces derniers sont entièrement attribués à la Suisse sur le plan statistique, alors qu'ils appartiennent en définitive majoritairement à l'étranger. A cela s'ajoute le fait que l'inflation, et par là même les taux d'intérêt, sont traditionnellement plus bas en Suisse que dans le reste du monde. Ainsi, les taux d'intérêt nominaux plus élevés à l'étranger «gonflent» le solde de notre balance des transactions courantes. Ce dernier est surestimé, car l'appréciation du franc en termes nominaux n'est pas prise en compte. Il résulte

de ces distorsions statistiques que, malgré un excédent persistant de notre balance des transactions courantes, la position extérieure nette n'augmente pas de manière continue.

Deuxièmement, il existe dans notre pays des raisons structurelles expliquant l'excédent de notre balance des transactions courantes et l'excédent d'épargne, dont notamment le vieillissement relativement rapide de la population. Une fois corrigé de ces distorsions statistiques, le solde de la balance suisse des transactions courantes reflète un excédent d'épargne qui, au vu de l'évolution démographique et de notre système de prévoyance vieillesse solidement financé, s'avère tout à fait justifié.

Troisièmement, le solde et l'évolution de la balance des transactions courantes sont dominés en Suisse par deux domaines d'activité, dont les exportations nettes sont peu sensibles aux variations des cours de change et dont l'importance pour la balance des transactions courantes est bien plus grande que pour l'économie dans son ensemble.

Pour toutes ces raisons, la balance des transactions courantes de la Suisse telle qu'elle est calculée n'est pas une mesure appropriée pour évaluer les flux commerciaux ni l'évolution de la position extérieure. Elle ne constitue pas non plus un bon indicateur pour décider de l'orientation de la politique monétaire. La balance suisse des transactions courantes ne permet pas de déterminer la juste valeur extérieure du franc ni de rendre compte de manière adéquate des risques pesant sur la stabilité des prix et la conjoncture. C'est pourquoi la BNS ne doit pas non plus se baser sur la balance des transactions courantes pour fixer le cap de sa politique monétaire.

Excédent élevé de la balance suisse des transactions courantes: quelles conséquences pour la politique monétaire de la BNS?

Thomas J. Jordan
Président de la Direction générale
Banque nationale suisse

Centre de sciences économiques de l'Université de Bâle
Bâle, 23 novembre 2017

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



EQUATION 1

Solde de la balance des transactions courantes = solde de la balance commerciale
+ revenus nets du travail et de capitaux
+ solde des transferts courants

EQUATION 2

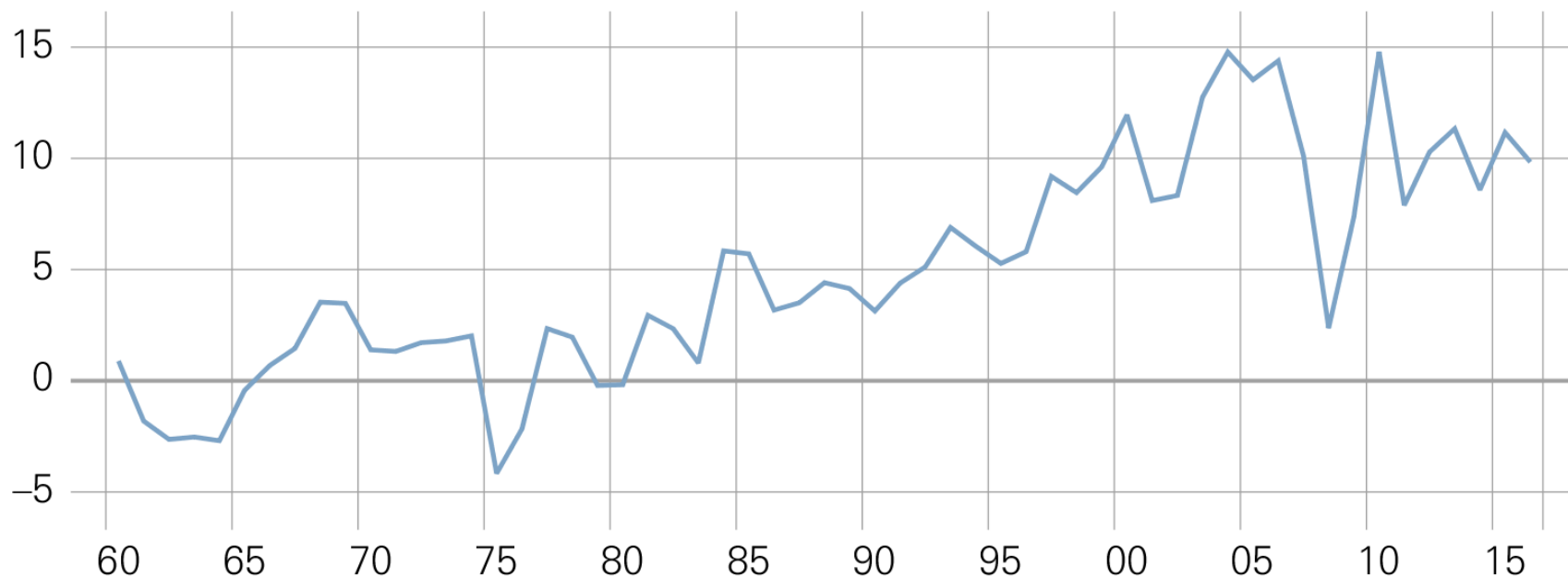
Solde de la balance des transactions courantes = épargne au sein d'une économie
donnée – investissements intérieurs de cette économie
= solde du compte financier

EQUATION 3

Variation de la position extérieure nette
= solde de la balance des transactions courantes + autres facteurs
= solde du compte financier + autres facteurs

GRAPHIQUE 1: SOLDE DE LA BALANCE SUISSE DES TRANSACTIONS COURANTES

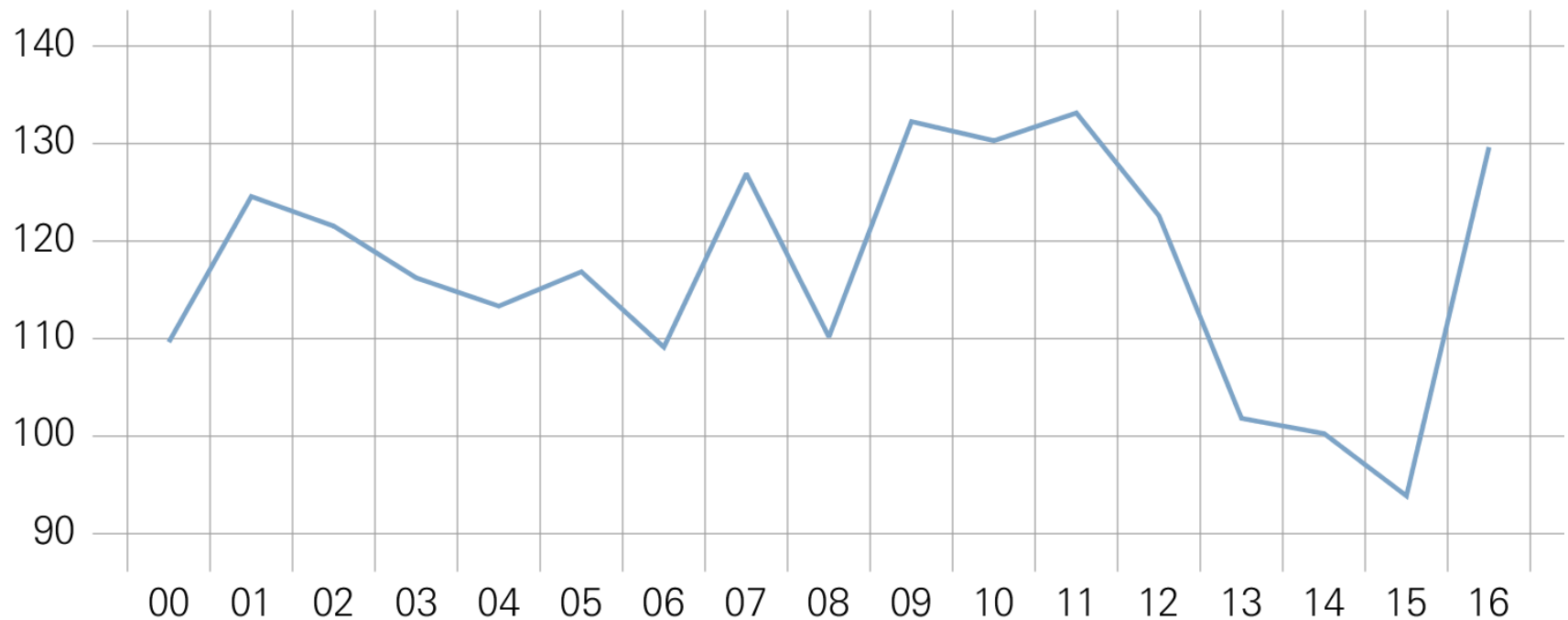
En % du PIB



Sources: BNS et JST macrofinancial database (jusqu'en 1982).

GRAPHIQUE 2: POSITION EXTÉRIÈRE NETTE DE LA SUISSE

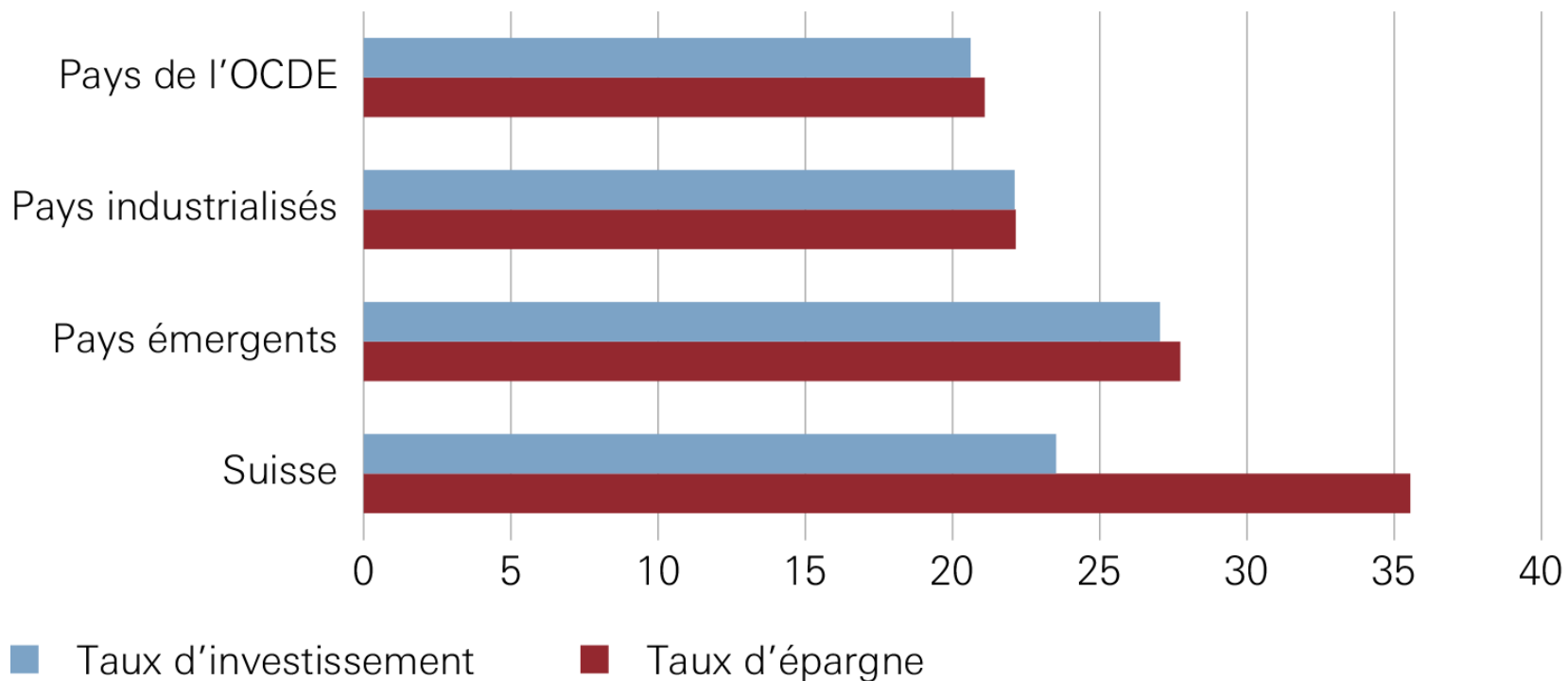
En % du PIB



Source: BNS.

GRAPHIQUE 3: TAUX D'ÉPARGNE ET D'INVESTISSEMENT

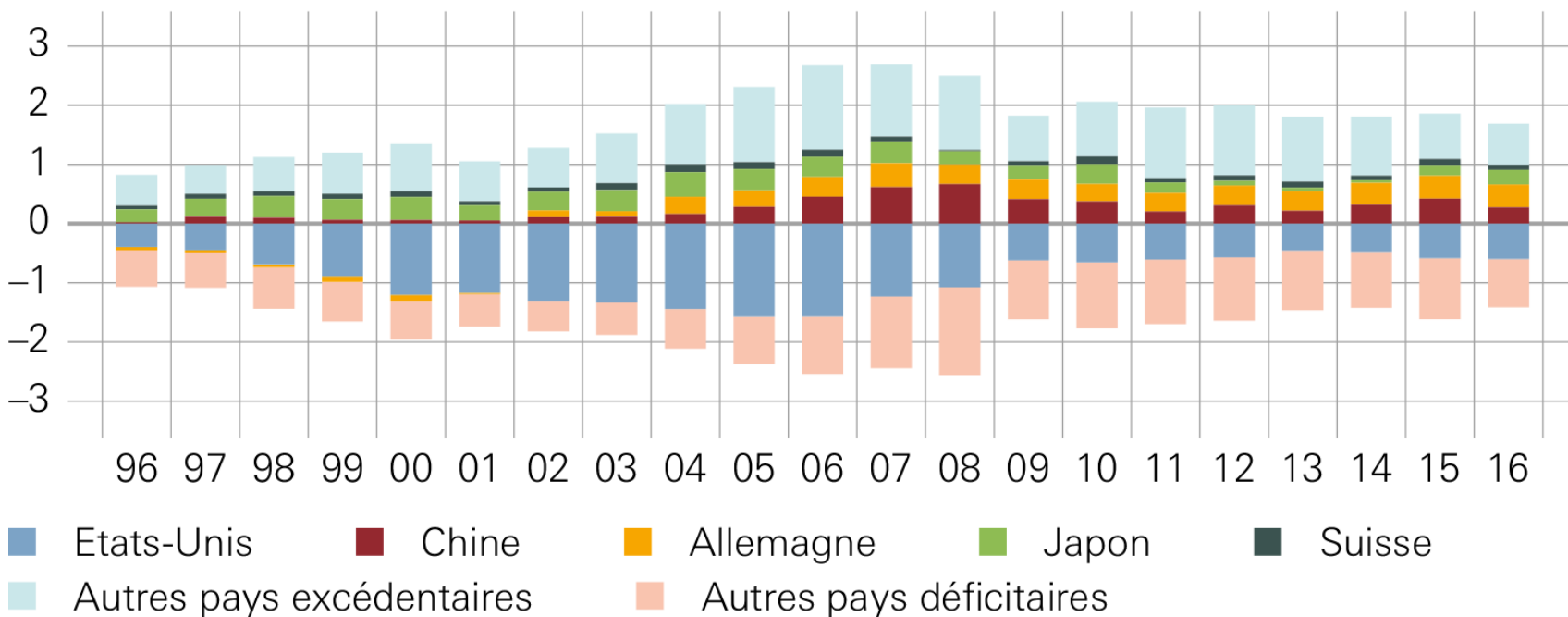
Moyenne entre 2010 et 2015 en % du PIB



Source: Banque mondiale.

GRAPHIQUE 4: SOLDES DE LA BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES PAR PAYS

En % du PMB



Sources: Banque mondiale, BNS et FMI.

GRAPHIQUE 5: SURESTIMATION DU SOLDE DE LA BALANCE SUISSE DES TRANSACTIONS COURANTES

En % du PIB

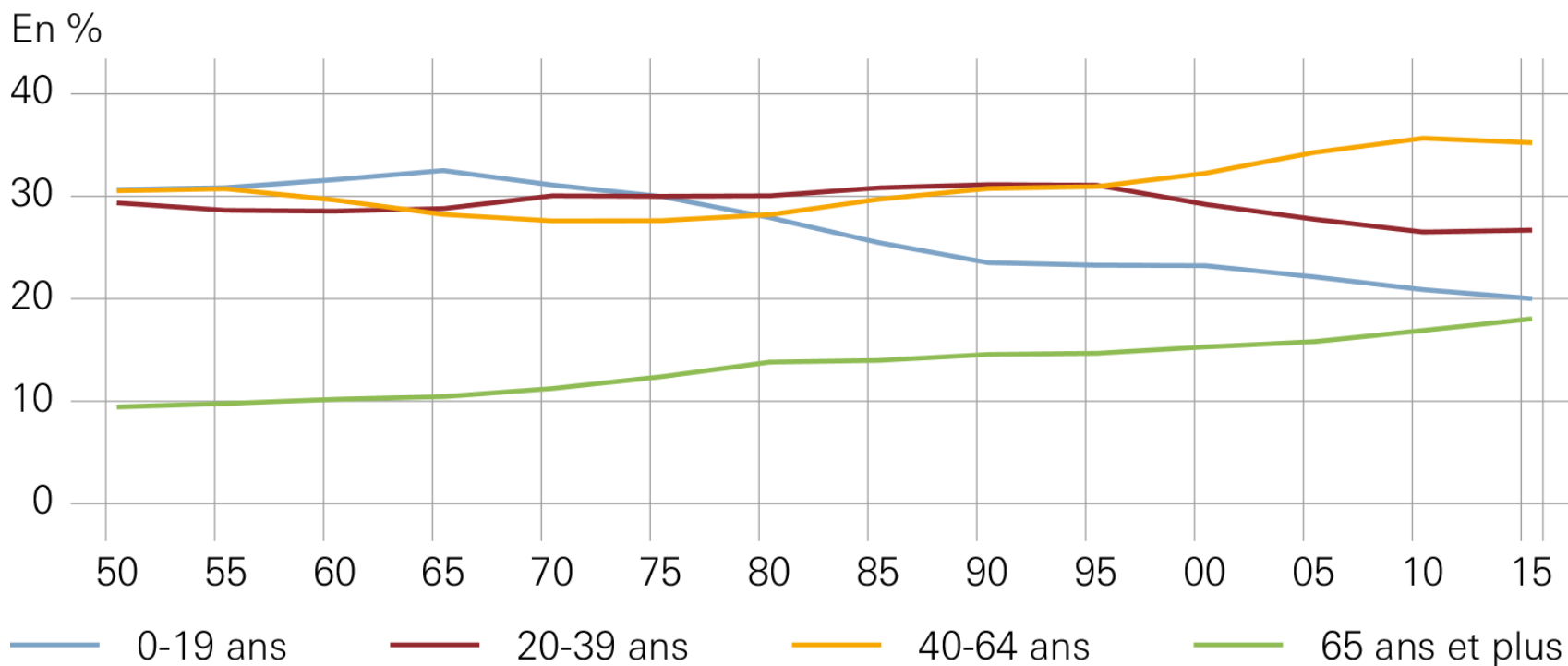


- Solde de la balance des transactions courantes
- Solde corrigé de la balance des transactions courantes
- Surestimation due au différentiel d'inflation
- Surestimation due aux rapports de propriétés régissant les entreprises

Sources: Bloomberg, FMI et Thomson Reuters; estimations: BNS.

GRAPHIQUE 6: EVOLUTION DÉMOGRAPHIQUE EN SUISSE

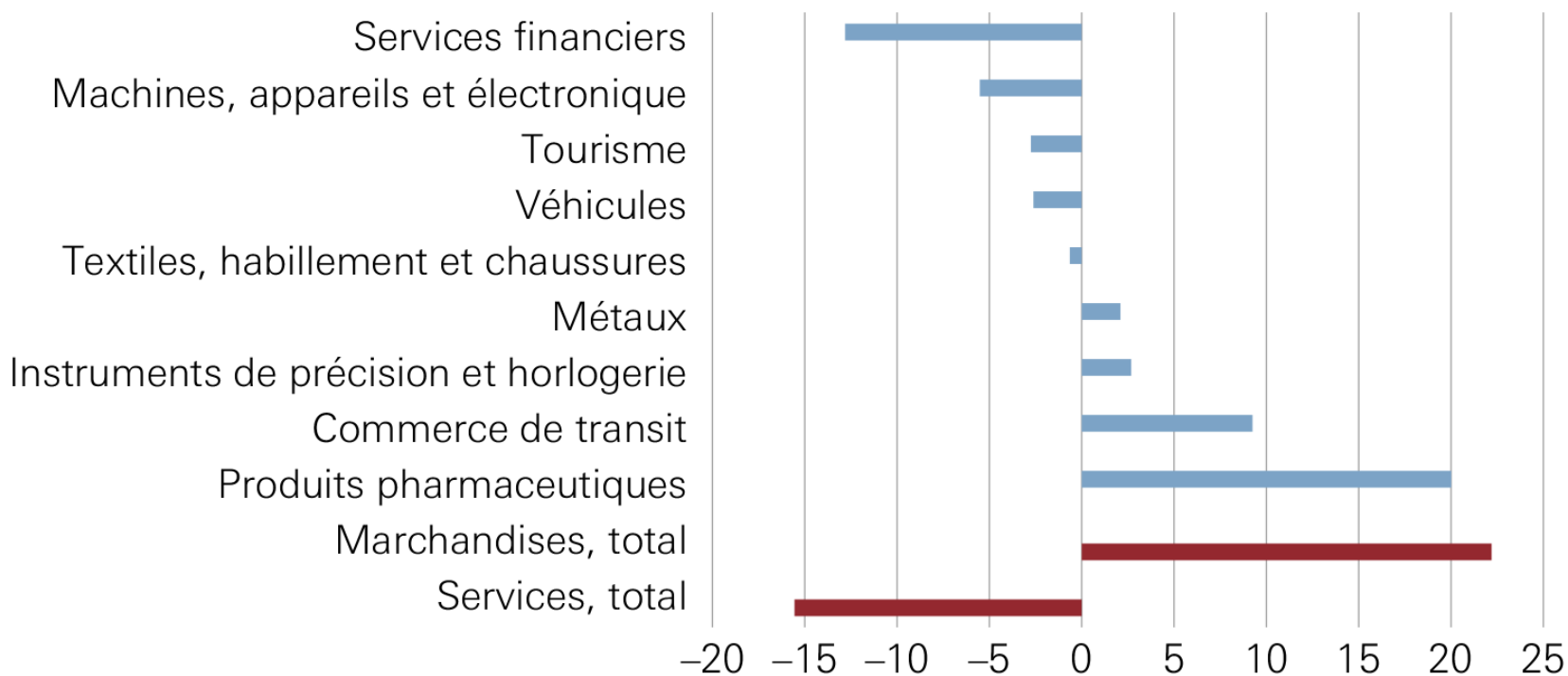
Par tranches d'âge en % de la population totale



Source: ONU.

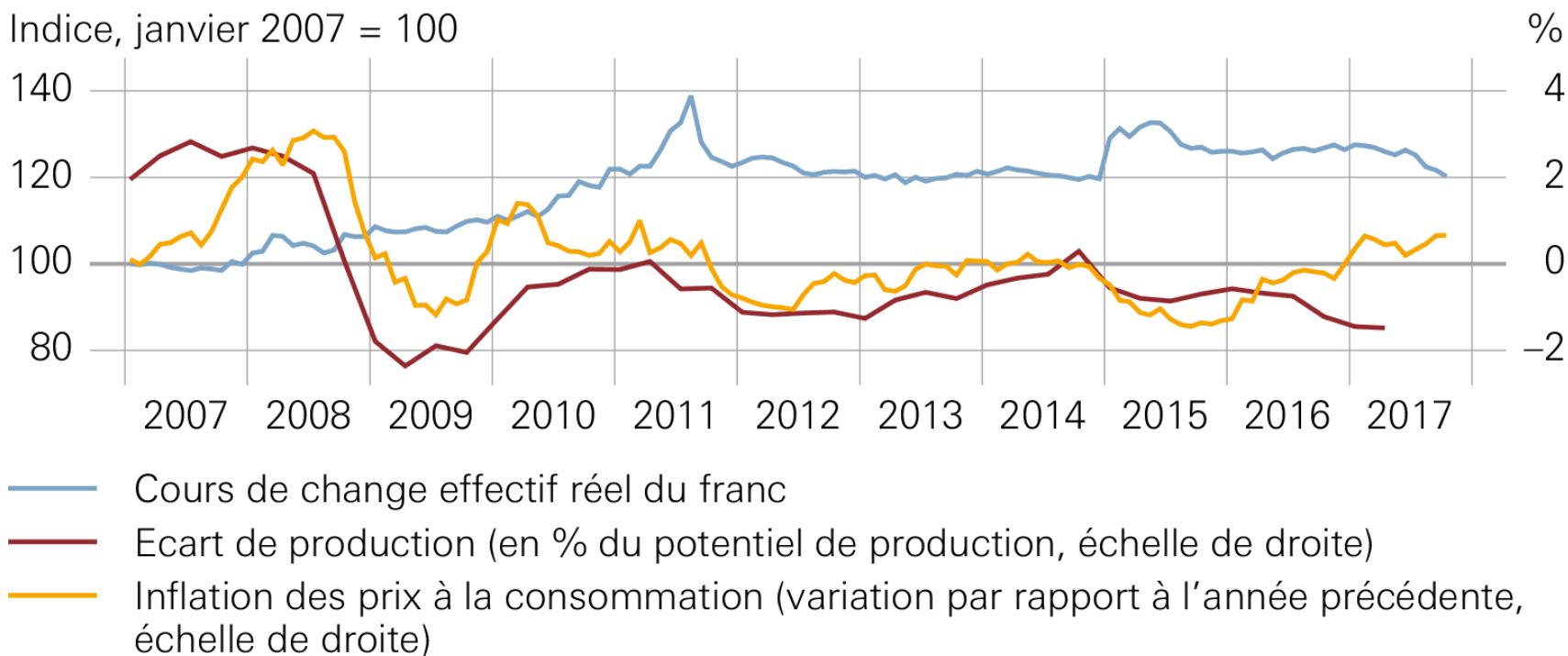
GRAPHIQUE 7: EXPORTATIONS NETTES DE LA SUISSE

Variation entre 2007 et 2016 en milliards de francs



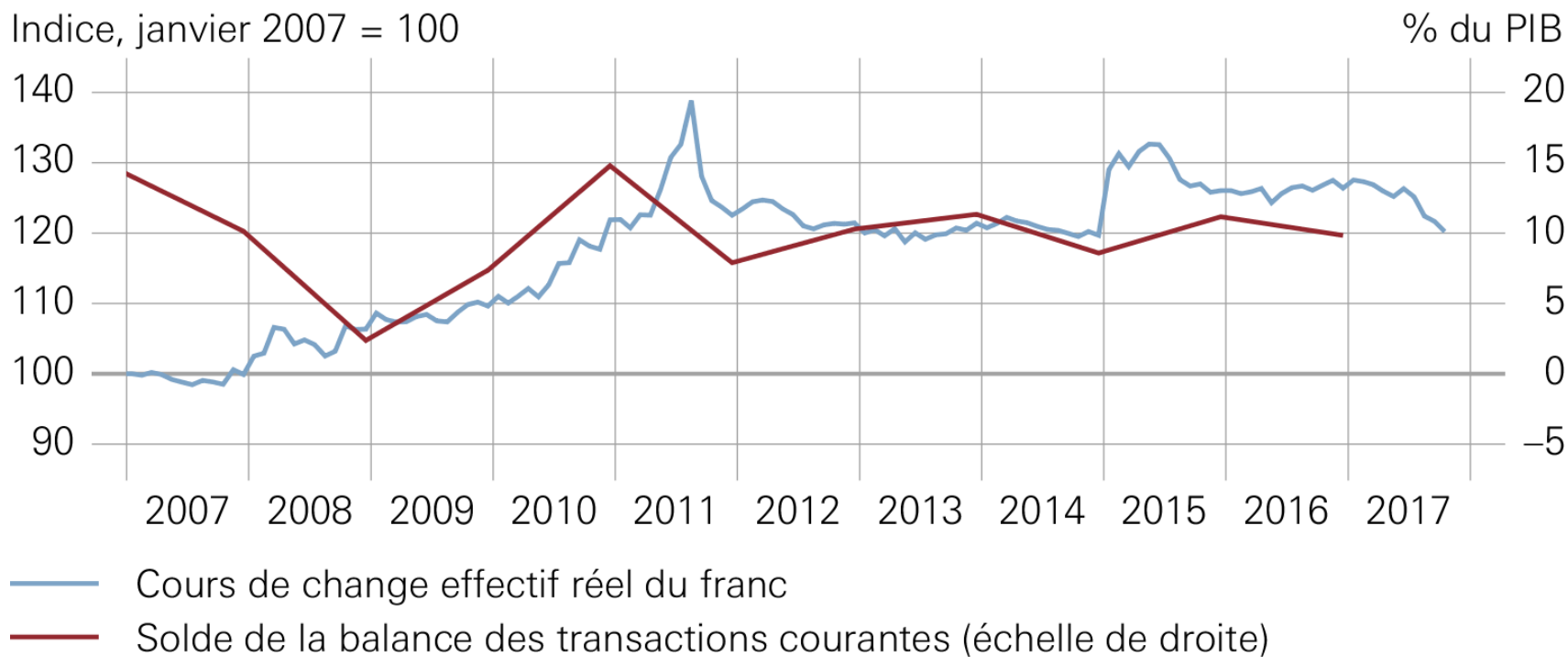
Sources: AFD et BNS.

GRAPHIQUE 8: COURS DE CHANGE, INFLATION ET ECART DE PRODUCTION DE LA SUISSE



Source: BNS.

GRAPHIQUE 9: COURS DE CHANGE ET SOLDE DE LA BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES DE LA SUISSE



Source: BNS.