

Évolution du cours du franc et fluctuations de la fortune suisse à l'étranger

En tant que centre financier international, la Suisse est fortement intégrée au reste du monde en termes d'avoirs financiers. Au milieu de l'année 2011, notre pays détenait pour 690 milliards de francs d'avoirs nets à l'étranger, soit 122% de son PIB annuel. À première vue, un tel montant, particulièrement élevé en comparaison internationale, indique une richesse confortable. Un examen plus approfondi révèle toutefois que cette fortune a relativement peu augmenté depuis 2000. Elle ne s'est, en effet, accrue que de 183 milliards, ce qui est faible par rapport aux excédents de la balance courante engrangés durant cette période (651 milliards). Cet article montre qu'une grande partie de la différence reflète l'impact du franc fort sur la valeur des avoirs suisses à l'étranger.



Cédric Tille
Institut des hautes études internationales et du développement, Genève, et Center for economic policy research, Londres

Déconnexion entre fortune extérieure et flux financiers

La fortune de la Suisse à l'étranger, appelée «position extérieure nette» dans les statistiques publiées par la Banque nationale suisse (BNS), représente la différence entre la valeur des actifs que les résidents suisses détiennent à l'étranger et la valeur des passifs suisses envers les résidents étrangers. La position extérieure nette constitue le pendant en termes de stock des flux enregistrés par la balance des paiements, au même titre que le solde sur un compte d'épargne reflète les montants épargnés dans le passé.

Si les excédents de la balance des paiements affectent la position extérieure nette, ils ne sont toutefois pas le seul facteur à prendre en considération, comme l'indique le *graphique 1*. Celui-ci montre que la position nette («valeur effective») augmente régulièrement depuis fin 1999. Cette tendance est cependant faible. Si nous ajoutons les flux financiers correspondant aux excédents de la balance des paiements à partir de fin 1999, nous obtenons la ligne «Flux financiers cumulés», qui montre une forte augmentation de la position nette, laquelle se monterait alors à 1158 milliards de francs à mi-2011, soit près du double de la position effective.

Lien entre fortune extérieure et taux de change

La déconnexion entre position nette et flux financiers cumulés reflète les effets dit de valorisation. Ainsi, la position peut augmenter soit parce que la Suisse accumule de nouveaux actifs à l'étranger (les flux financiers) soit parce que la valeur de ses avoirs augmente en raison de la bonne tenue des marchés financiers à l'étranger (l'effet de valorisation). Le pays est dans une situation comparable à celle d'un particulier dont la fortune peut s'accroître soit par l'épargne soit par les performances du portefeuille existant.

La position nette représente la différence entre les actifs à l'étranger et les passifs envers le reste du monde. Dans le cas de la Suisse, les premiers se montent à 2825 milliards de francs à la mi-2011 et les seconds à 2135 milliards. Notre pays est donc dans une situation similaire à celle d'un ménage avec

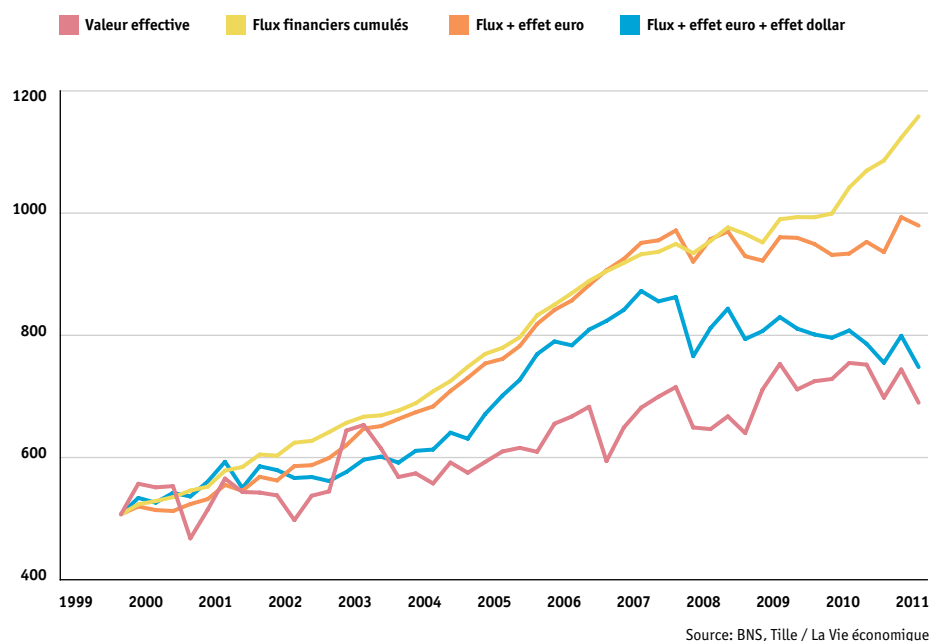
un portefeuille d'épargne substantiel partiellement compensé par une forte dette. Ce levier entre actifs et passifs renforce le rôle des effets de valorisation, car les mouvements des marchés ont des effets différents sur les actifs et les passifs, au même titre que la performance des marchés boursiers affecte la valeur du portefeuille détenu par un particulier mais pas ses dettes. Il n'est, dès lors, pas surprenant que les effets de valorisation jouent un rôle de plus en plus important pour l'ensemble des pays industrialisés depuis le milieu des années nonante, une période qui a vu un fort accroissement des leviers entre actifs et passifs du fait de la mondialisation financière.

Une source particulièrement importante d'asymétrie entre actifs et passifs est la composition en devises. Le *tableau 1* présente la composition des positions au deuxième trimestre de 2011. Le total des actifs (et passifs) se répartit entre les investissements directs, qui représentent les participations des entreprises dans des filiales à l'étranger, les investissements de portefeuille (actions et obligations), les investissements autres (qui représentent surtout des positions des banques) et les réserves de la banque nationale (à l'actif)¹. Les données fournies par cette dernière ventilent les positions selon la monnaie (franc, euro, dollar et autres) et les métaux précieux (or essentiellement). Nous observons que la plus grande partie des actifs (83%) sont des positions en monnaies étrangères, alors que celles-ci ne représentent qu'une faible partie des passifs (31%). Le levier entre actifs et passifs s'accompagne dès lors d'un autre levier entre une position nette créancière en monnaies étrangères (1667 milliards) et une position nette débitrice en francs (1002 milliards). Un renforcement du franc réduit la position extérieure nette de la Suisse car il diminue la valeur en franc des positions en monnaies étrangères concentrées à l'actif.

Impact du franc durant la crise

Depuis 1999, le franc s'est renforcé face à l'euro et au dollar, les deux devises qui constituent la majorité des positions en monnaies étrangères². Le *graphique 2* montre que l'appréciation par rapport au

Graphique 1

Position extérieure nette, 1999–2011
 (en milliards de francs)


dollar a été régulière depuis 2001, une période où le billet vert s'est affaibli par rapport à l'ensemble des devises. La situation est plus contrastée par rapport à l'euro: celui-ci a maintenu sa valeur par rapport au franc jusqu'au début de la crise, et s'est ensuite fortement déprécié.

L'impact du franc est évalué en se basant sur les statistiques trimestrielles de la position extérieure de la Suisse publiées par la BNS. Les changements de position sur un trimestre sont décomposés entre 1) les flux financiers donnés par la balance des paiements, 2) l'effet euro, 3) l'effet dollar, 4) l'effet or et 5) les autres effets de valorisation. L'effet euro est calculé en prenant le mouvement du taux de change franc-euro entre la fin du trimestre courant et la fin du trimestre précédent, et en appliquant ce mouvement à la position en euro à la fin du

trimestre précédent. L'effet dollar et l'effet or sont calculés de manière similaire³. Les autres effets de valorisation incluent plusieurs composantes: le taux de change par rapport aux monnaies autres que le dollar et l'euro, que nous ne pouvons pas isoler sur la base des données publiées par la BNS, les mouvements de prix boursiers et d'autres éléments comme l'impact des révisions statistiques.

Les résultats de notre analyse figurent dans le *tableau 2*. Nous distinguons trois périodes:

- celle antérieure à la crise de l'été 2007;
- la phase initiale de la crise avec la tourmente venant des États-Unis;
- la seconde phase de la crise, où les problèmes de la zone euro occupent le devant de la scène, à partir du début 2010.

Si nous considérons les trois périodes dans leur ensemble, les mouvements du franc par rapport à l'euro et au dollar expliquent en grande partie l'évolution de la position nette. Les excédents de la balance courante (651 milliards) ont été compensés par des pertes dues à la force du franc vis-à-vis de l'euro (179 milliards) et du dollar (232 milliards). La hausse des cours de l'or a généré un gain de 23 milliards, laissant un solde de 81 milliards pour les autres effets de valorisation. Ceux attribuables au taux de change apparaissent sur le *graphique 1*. Nous constatons que l'effet euro a été négligeable jusqu'au début de la crise, mais substantiel depuis lors. Sur l'ensemble de la période, les effets euro et dollar expliquent la majeure partie de la déconnection entre la position extérieure nette et les flux financiers, les deux courbes étant proches en 2011.

Les effets dus au taux de change montrent de fortes variations lors des différentes périodes. Avant la crise, ils n'expliquent qu'une partie de la situation, comme le montre l'écart substantiel entre la valeur effective et les flux avec effets euro et dollar (voir *graphique 1*). Le premier panel du *tableau 2* montre seulement un effet dollar relative-

- 1 Les données de la BNS incluent aussi les positions de produits dérivés. Nous les omettons car elles ne sont disponibles que depuis fin 2005. Cette omission n'affecte pas les résultats.
- 2 Les positions en euro et dollar représentent 55% des actifs totaux et 26% des passifs totaux.
- 3 Comme les positions sont mesurées en fin de trimestre, il importe de considérer le taux de change en fin de trimestre, et non pas en moyenne trimestrielle. Nous considérons une moyenne sur les cinq derniers jours du trimestre afin d'éviter que les résultats ne soient trop sensibles à la valeur d'un jour particulier. L'effet or applique le cours de l'or lors du dernier mois du trimestre à la position en métaux précieux.

Tableau 1

Composition des actifs et passifs

 (en milliards de francs, à la fin du 2^e trimestre 2011)

	Actifs					Passifs				Position nette				
	Invest. directs	Porte-feuille	Autres	Réserves	Total	Invest. directs	Porte-feuille	Autres	Total	Invest. directs	Porte-feuille	Autres	Réserves	Total
Total	817	1045	718	245	2825	517	704	913	2135	300	340	-195	245	690
Franc suisse	8	337	95	0	440	542	627	272	1441	-535	-290	-177	0	-1002
Euro	232	300	203	108	843	-1	31	213	242	233	269	-10	108	601
Dollar	128	249	288	49	714	-18	36	297	315	147	213	-9	49	399
Autres monnaies	450	159	126	45	779	-5	11	107	112	455	148	19	45	667
Métaux précieux			6	42	49			24	24			-18	42	24

Source: BNS, Tille / La Vie économique

Tableau 2

Changement de la position extérieure nette
 (en milliards de francs)

Période antérieure à la crise (4^e trimestre 1999–2^e trimestre 2007)

	Actifs					Passifs				Position nette				
	Invest. directs	Porte-feuille	Autres	Réserves	Total	Invest. directs	Porte-feuille	Autres	Total	Invest. directs	Porte-feuille	Autres	Réserves	Total
Total	436.3	406.7	540.4	9.1	1392.5	235.2	408.6	574.2	1218.0	201.1	-1.9	-33.9	9.1	174.5
Flux financiers	360.3	405.6	519.7	-18.7	1267.0	156.5	40.7	644.2	841.5	203.9	364.8	-124.5	-18.7	425.5
Effet euro	10.9	13.4	12.6	1.0	37.9	0.1	1.5	17.7	19.2	10.8	12.0	-5.1	1.0	18.7
Effet dollar	-25.6	-56.2	-109.2	-4.3	-195.3	-0.3	-7.0	-109.3	-116.6	-25.2	-49.2	0.0	-4.3	-78.7
Effet or			3.9	14.6	18.5			7.5	7.5			-3.6	14.6	11.0
Autres	90.7	43.9	113.3	16.5	264.5	79.0	373.4	14.0	466.5	11.7	-329.5	99.3	16.5	-202.0

Première phase de la crise (2^e trimestre 2007–4^e trimestre 2009)

	Actifs					Passifs				Position nette				
	Invest. directs	Porte-feuille	Autres	Réserves	Total	Invest. directs	Porte-feuille	Autres	Total	Invest. directs	Porte-feuille	Autres	Réserves	Total
Total	117.9	-108.2	-440.2	60.2	-370.2	156.0	-253.3	-316.1	-413.5	-38.1	145.2	-124.1	60.2	43.3
Flux financiers	111.6	105.4	-326.2	55.9	-53.3	63.0	42.8	-219.6	-113.9	48.6	62.6	-106.6	55.9	60.5
Effet euro	-25.4	-40.6	-28.4	-3.0	-97.4	-1.4	-4.6	-28.9	-34.9	-24.0	-36.0	0.4	-3.0	-62.5
Effet dollar	-23.8	-48.7	-86.3	-2.9	-161.7	0.9	-7.3	-86.0	-92.4	-24.6	-41.4	-0.3	-2.9	-69.3
Effet or			4.0	12.4	16.4			7.3	7.3			-3.3	12.4	9.1
Autres	55.5	-124.3	-3.3	-2.1	-74.2	93.6	-284.3	11.0	-179.7	-38.1	160.0	-14.3	-2.1	105.5

Seconde phase de la crise (4^e trimestre 2009–2^e trimestre 2011)

	Actifs					Passifs				Position nette				
	Invest. directs	Porte-feuille	Autres	Réserves	Total	Invest. directs	Porte-feuille	Autres	Total	Invest. directs	Porte-feuille	Autres	Réserves	Total
Total	-48.4	-63.8	-176.9	105.0	-184.1	4.6	-1.4	-152.1	-148.9	-53.1	-62.4	-24.7	105.0	-35.2
Flux financiers	56.8	10.5	-65.4	143.5	145.5	-13.6	26.3	-32.3	-19.6	70.5	-15.8	-33.0	143.5	165.1
Effet euro	-52.7	-75.0	-47.1	-20.6	-195.4	-1.3	-7.9	-51.3	-60.5	-51.4	-67.1	4.2	-20.6	-134.9
Effet dollar	-30.4	-53.6	-59.6	-11.4	-155.0	1.8	-8.3	-64.9	-71.5	-32.1	-45.3	5.3	-11.4	-83.5
Effet or			0.8	4.0	4.9			2.3	2.3			-1.5	4.0	2.6
Autres	-22.2	54.2	-5.7	-10.5	15.9	17.8	-11.5	-5.9	0.4	-40.0	65.7	0.2	-10.5	15.5

Source: BNS, Tille / La Vie économique

ment modéré, attribuant la majeure partie de l'écart entre position nette et flux financiers aux autres effets de valorisation. Ceux-ci reflètent en partie la bonne tenue des marchés boursiers. Un examen plus détaillé des actifs et passifs pour les investissements de portefeuille montrent que les actifs se composent majoritairement d'obligations, alors que les actions dominent les passifs. Une hausse des marchés boursiers génère alors une revalorisation plus importante des passifs, ce qui se traduit par une détérioration de la position extérieure nette⁴.

Le mouvement des taux de change occupe un rôle plus important durant les deux phases de la crise. En deux ans et demi (première phase), le renforcement du franc par rapport au dollar et à l'euro a réduit la position extérieure nette de 132 milliards de francs. Ceci a été en partie compensé par des gains sur l'or et le surplus de la balance courante, et surtout par les autres gains de valorisation. Ces derniers reflètent une situation inverse à celle décrite durant la période précédant la crise:

la chute des marchés boursiers lors de la crise a principalement réduit la valeur des positions des investisseurs étrangers sur le marché suisse des actions, ce qui se traduit par une amélioration de la position nette. Le recul des flux financiers bancaires (catégorie «Autres») durant cette période est frappant et se manifeste par un solde négatif de 106,6 milliards. Cette période a été marquée par une forte réduction des positions des banques suisses à l'étranger (flux négatif à l'actif) partiellement compensée par une réduction par les banques étrangères de leurs avoirs en Suisse (flux négatif au passif).

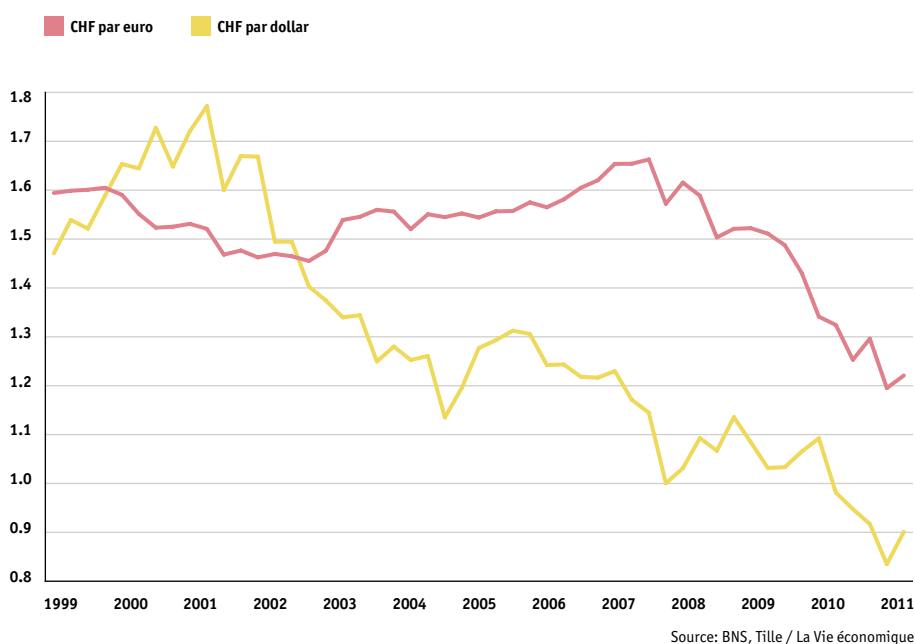
La force du franc a également joué un rôle substantiel dans la seconde phase de la crise. Elle a entraîné une perte de 218 milliards en l'espace de dix-huit mois, principalement du fait de la chute de l'euro. Les autres effets de valorisation, y compris l'effet or, n'ont joué qu'un rôle secondaire.

Les 350 milliards de pertes liées à la force du franc depuis mi-2007 ont affecté les différentes catégories d'investissements de ma-

4 Une recherche plus détaillée montre cependant que ceci laisse une partie substantielle des effets de valorisation inexpliquée, ce qui reflète le relatif manque de détail des données suisses par rapport à celles d'autres pays.

Graphique 2

Taux de change (5 derniers jours du trimestre), 1999–2011



nière hétérogène. Elles ont été concentrées dans les investissements directs (132 milliards) et de portefeuille (190 milliards). À ceci s'ajoute l'impact bien connu sur les réserves de change. En revanche, les positions bancaires (catégorie «Autres») ont bénéficié de la force du franc à hauteur de 10 milliards. Cela s'explique par une forte présence des monnaies étrangères aussi bien à l'actif qu'au passif, ce qui reflète la détention d'avoirs dans une monnaie étrangère financés par des dettes dans la même monnaie. Ceci est clai-

rement illustré par des pertes substantielles sur les actifs (221 milliards) compensées par une réduction similaire des passifs (231 milliards).

Conclusion

La dynamique de la position extérieure nette de la Suisse, comme celle d'autres pays, reflète tout aussi bien les changements de valeur des positions du fait de mouvements des marchés et du taux de change que l'accumulation de nouveaux actifs à l'étranger résultant de l'excédent de la balance suisse des paiements. S'il existe un écart entre les variations de la position nette et les flux financiers bien avant la crise (251 milliards sur sept ans et demi), celui-ci s'est particulièrement creusé lors de celle-ci (218 milliards sur quatre ans). Une grande partie des pertes subies par la Suisse sur ses avoirs à l'étranger durant cette période résulte directement de la force du franc par rapport à l'euro et au dollar.

La perte durant la crise est dans une certaine mesure normale: elle représente un certain partage du risque conjoncturel entre notre pays et le reste du monde, la croissance ayant mieux résisté en Suisse que dans les autres pays. Toutefois, les effets de valorisation négatifs, parce qu'ils se sont manifestés bien avant la crise, reflètent plus que le cours du franc et posent une question à plus long terme sur la rentabilité de nos investissements externes.

Centres de congrès et hôtels séminaires

KLOSTER FISCHINGEN

réussir ses conférences – jouir de la qualité des repas – vivre la culture
www.klosterfischingen.ch

VEREIN ST. IDDAZELL KLOSTER FISCHINGEN

EMA house

tagen · präsentieren · lernen · zentral · funktional

Residential and Office
 Nordstrasse 1, CH-8006 Zürich
 Phone 044 368 36 68, Fax 044 368 36 36
www.ema-house.ch, ema-house@bluewin.ch

THE ZÜRICH ALL SUITE HOTEL