

# Les tenants et les aboutissants de l'épargne en Suisse

Avec la mondialisation financière, une part croissante de l'épargne nationale part à l'étranger sous forme d'exportation de capitaux. La même évolution s'observe dans chaque secteur institutionnel, particulièrement dans le cas des sociétés non financières. C'est dire si la part de la position extérieure nette dans la richesse nationale est importante. En même temps, les comptes du patrimoine corporel et du patrimoine financier intégrés montrent que l'encours brut des engagements contractés par des entités économiques suisses est élevé, en particulier envers l'étranger.



L'augmentation du taux d'épargne explique pourquoi la richesse nationale de la Suisse progresse depuis 2000 à un rythme supérieur à celui du PIB. Ainsi, cette richesse représente 4,8% du PIB en 2010, contre 4,4% en 2000.

Illustration: Hannes Saxer

- 1 Cet article est la synthèse d'une étude réalisée pour le compte du Secrétariat d'État à l'économie (Seco). Voir Kellermann et Schlag (2013).
- 2 La richesse nationale (ou valeur nette) se compose du patrimoine corporel et de la position extérieure nette.



**Kersten Kellermann**  
Responsable des projets de recherche et des études, Centre de recherches conjoncturelles du Liechtenstein (KOFL)



**P<sup>r</sup> Carsten-Henning Schlag**  
Directeur du Centre de recherche conjoncturelles du Liechtenstein (KOFL)

«Lorsque vous parvenez à la prospérité, ne l'utilisez jamais dans son intégralité»: si cet adage est attribué au philosophe chinois Confucius (551–479 av. J.-C.), il semble avoir déployé ses effets jusque chez nous, à en juger par les résultats de notre étude sur la formation et l'utilisation de l'épargne<sup>1</sup>. Cette enquête tire son origine de l'écart substantiel qui sépare les taux d'épargne et d'investissement bruts à l'échelon national et qui commence à se manifester au début des années quatre-vingt. L'épargne nationale brute, qui représentait 27% du produit intérieur brut (PIB) suisse en 1980, est passée à 32% en 1990. En 2006, elle atteint un record de 36,7% calculé sur un PIB de 201 milliards de francs (voir *graphique 1*). De la sorte, le taux d'épargne nationale est nettement supérieur à la moyenne des pays industrialisés, que le Fonds monétaire international établit à 20,6% pour l'année 2010.

## Écart entre les taux d'épargne et d'investissement

Avec le temps, l'épargne nationale brute constitue la valeur nette ou la richesse nationale d'une économie. Si l'évolution du patrimoine est aussi influencée par d'autres facteurs, l'augmentation du taux d'épargne

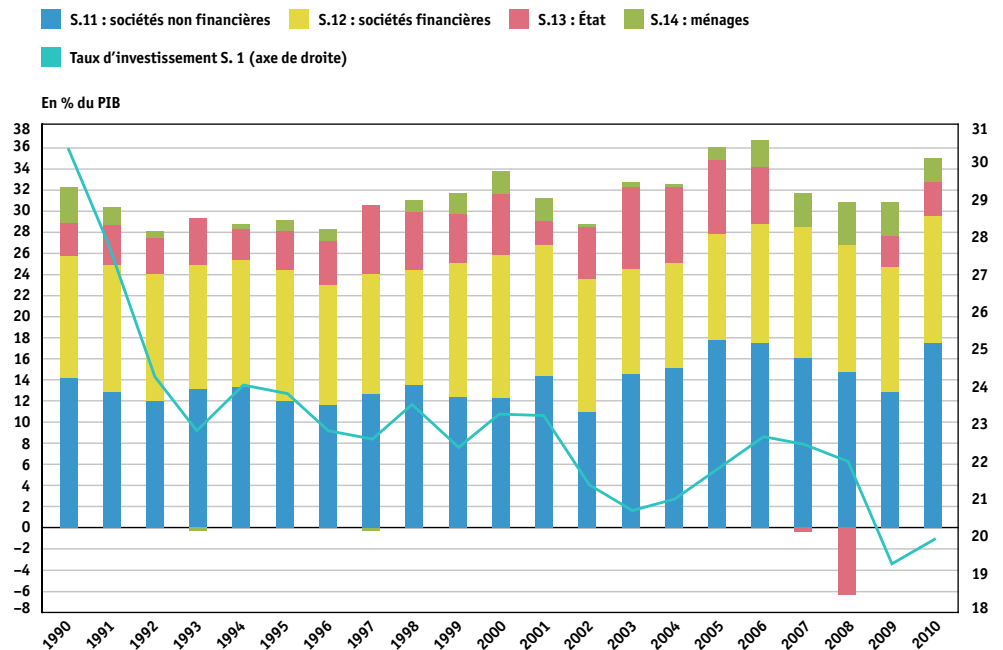
explique pourquoi la richesse nationale<sup>2</sup> de la Suisse progresse depuis 2000 à un rythme bien supérieur à celui du PIB. Ainsi, le rapport entre les deux était de 4,8 en 2010 contre 4,4 en 2000; les taux correspondants en Allemagne sont légèrement inférieurs (4,4 et 3,9%, respectivement). L'étude se propose de calculer la richesse nationale de la Suisse pour la période mentionnée en utilisant diverses statistiques (voir *graphique 2* et *encadré 1*).

L'augmentation de la richesse est moindre si l'on prend comme base le patrimoine corporel ou le stock de capital net non financier: depuis 1990, le rythme de croissance est inférieur à celui du PIB, de sorte que le rapport patrimoine corporel/PIB n'est plus que de 2,3 contre 2,6 auparavant. Ce phénomène s'explique par la progression relativement faible des investissements bruts nationaux, dont la part dans le PIB a diminué de 30 à 20% ces vingt dernières années en Suisse. Le recul est particulièrement marqué pour les investissements dans la construction, mais ceux qui concernent les biens d'équipement sont aussi en déclin depuis 1990, si l'on considère leur quote-part dans le PIB. Dans une économie, les investissements dans le stock de capital jouent un rôle important, car ils alimentent la croissance. Si le volume de

Graphique 1

### Évolution du taux d'épargne et du taux d'investissement nationaux en Suisse (1990–2010)

Épargne et investissement bruts en pourcentage du PIB



Remarque: Cumulés, les taux d'épargne des secteurs institutionnels (S. 11 à S. 14) donnent le taux d'épargne nationale. L'axe de droite représente l'évolution du taux d'investissement national.

travail reste constant, le recul des taux d'investissement exerce le même effet modérateur sur la productivité nationale que la productivité marginale du travail et les salaires réels<sup>3</sup>.

Actuellement, le taux d'investissement brut de la Suisse se situe exactement dans la moyenne des pays industrialisés. Il a diminué de cinq points de pourcentage en moyenne depuis 1990. La méthode de *Feldstein et Horioka (1980)* propose une analyse corrélative

qui permet de représenter en termes économétriques la dissociation croissante de l'épargne et de l'investissement en Suisse, constatée tant pour l'économie nationale que pour les divers secteurs (voir encadré 2).

### Des taux d'exportation de capitaux en hausse

La part de l'épargne nationale brute qui n'accroît pas le patrimoine corporel sous la forme d'investissement brut constitue la capacité de financement, soit le montant net des fonds qu'une économie met à la disposition du reste du monde. En raison de l'écart entre épargne et investissement, la capacité de financement, qui représentait 1,8% du PIB suisse en 1990, a atteint 15,1% en 2010. L'exportation de l'épargne brute se reflète dans la constitution d'une position extérieure nette<sup>4</sup> considérable, puisque son rapport au PIB est passé de 0,7 à 1,4. Cette position dans la richesse nationale suisse est, elle aussi, nettement plus élevée que la moyenne internationale, puisqu'elle oscille entre 25 et 29%<sup>5</sup>. Dans le compte de patrimoine allemand, ce pourcentage se situe, en revanche, entre 0 et 3%.

Les économistes ne portent pas tous la même appréciation sur l'augmentation des

Encadré 1

#### Comptes de patrimoine sectoriels et nationaux

Le système européen de comptabilité nationale (SEC 95) pose le principe des comptes de patrimoine. Ceux-ci sont intégrés lorsqu'on englobe tant le patrimoine corporel que financier. Le SEC contient des prescriptions harmonisant la distinction entre actifs non financiers, créances et engagements. Ces dernières années, l'Allemagne a ainsi établi des comptes de patrimoine pour chaque secteur institutionnel ainsi que pour l'économie nationale<sup>a</sup>. Récemment, la Banque centrale européenne (BCE) a présenté les comptes de patrimoine de ses membres à l'échelon des ménages privés. Quant à la BNS, elle établit un compte de patrimoine des ménages, mais aucun organisme officiel suisse ne produit de

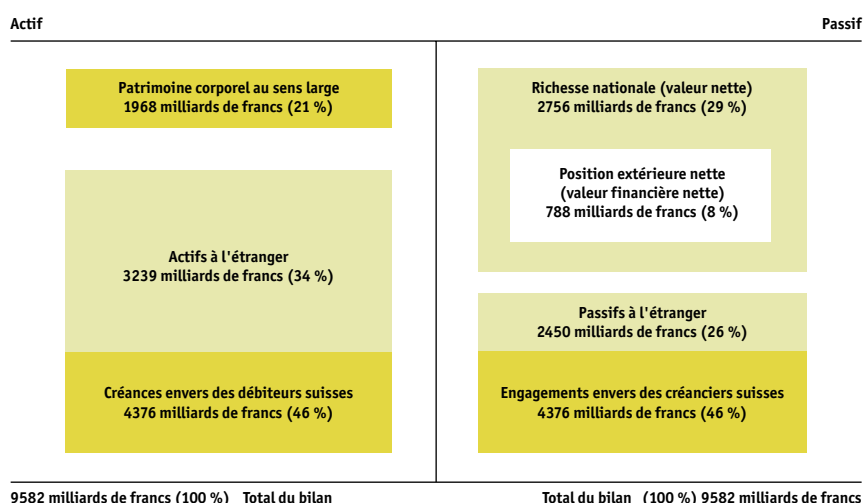
compte de patrimoine intégré pour l'ensemble de l'économie nationale. Des comptes de patrimoine corporel et financier intégrés ont été établis pour notre étude. Ils reposent sur les statistiques suivantes:

- OFS, *Stock de capital net non financier: rapport méthodologique*, mars 2013.
- BNS, *Patrimoine des ménages 2011*, novembre 2012.
- BNS, *Comptes financiers de la Suisse en 2010*, novembre 2012.
- BNS, *Position extérieure nette de la Suisse en 2011*, décembre 2012.

a Deutsche Bundesbank (2008, 2012a, b).

Graphique 2

## Compte de patrimoine corporel et financier intégré pour la Suisse, 2010



Source: voir encadré 2; Kellermann, Schlag (2013) / La Vie économique

Encadré 2

### Analyses selon Feldstein-Horioka portant sur la corrélation entre taux d'épargne et taux d'investissement en Suisse

Nous avons calculé des coefficients à court et à long termes, qui illustrent la corrélation entre taux d'épargne et d'investissement. Nous avons distingué trois périodes:

1. Pour la période qui va de 1952 à 1980, nous avons constaté une relation de cointégration entre le taux d'investissement I/Y et le taux d'épargne S/Y. Le coefficient à long terme des deux taux est de 1.
2. De 1980 à 2006, le solde de la balance courante est non stationnaire et nous ne constatons pas de relation de cointégration entre I/Y et S/Y. Le coefficient à court terme qui indique le rapport statistique entre les deux taux est significatif et s'élève à 0,29. Le solde de la balance courante est non stationnaire de 1980 à 2010. Il n'y a pas de relation de cointégration entre I/Y et S/Y et le coefficient à court terme n'est pas statistiquement significatif.
3. S'agissant des secteurs institutionnels, nous avons étudié la période de 1990 à 2010 et n'avons constaté pour aucun d'eux une relation de cointégration entre taux d'investissement et taux d'épargne. Les coefficients à court terme ne sont pas non plus significatifs.

3 Horn et al., (2007).

4 S'agissant du problème des plaques tournantes, voir Mancini-Grioli et Stoffels (2012).

5 Le solde des gains en capital est élevé dans la balance courante, ce qui en favorise l'expansion.

capacités de financement. Pour *Jordan* (2013, p. 5), il n'y a rien à objecter au fait qu'un pays «préfère épargner et placer cet excédent à l'étranger en l'exportant sous la forme de capitaux... En théorie économique, il n'y a pas de balance courante optimale.» *Obstfeld* (2012) jette en revanche un regard critique sur des capacités de financement constamment élevées. L'UE se sent, elle aussi, appelée à agir dans le domaine des balances courantes. Elle a, du reste, mis au point en 2012 la *procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM)*, un mécanisme qui détecte les déséquilibres de la balance courante des économies nationales. L'autorité de surveillance intervient lorsque certains seuils – maximaux ou minimaux – sont dépassés. Ainsi, on considère qu'il y a déséquilibre lorsque l'excédent de la balance courante dépasse en moyenne 6% du PIB durant trois exercices consécutifs.

### Tous les secteurs institutionnels dégagent des excédents d'épargne

La capacité de financement des secteurs institutionnels a, elle aussi, tendance à augmenter. L'image classique, qui veut que les ménages mettent à la disposition des entreprises et de l'État l'excédent de leur épargne à des fins d'investissement, ne correspond plus à la réalité depuis quelques années. En effet, tous les secteurs institutionnels financent de plus en plus les activités de l'économie réelle (consommation et investissement) en Suisse par des mesures internes, autrement dit sur fonds propres. De même, les sociétés non financières exercent une influence prépondérante tant sur l'évolution des taux nationaux d'épargne et d'investissement que sur la

constitution du patrimoine corporel. Leur taux d'épargne – soit la part des bénéfices non distribués dans le PIB – est passé de 14,3% en 1990 à 17,6% en 2010. Cela correspond, à cette dernière date, à 101 milliards de francs, soit plus de la moitié de l'épargne totale en Suisse. Une évolution similaire s'observe en Allemagne, où le taux d'épargne des sociétés non financières a progressé de 8,8% en 1991 à 12,6% en 2010. Ce secteur représente 53% de l'épargne nationale.

### Recul des taux d'investissement et hausse des exportations de capitaux

Pendant la même période, c'est le taux d'investissement des sociétés non financières qui recule le plus fortement en Suisse, un constat particulièrement vrai en ce qui concerne les biens d'équipement. Les investissements dans ce domaine sont passés de 11,5% du PIB en 1990 à 8,4% en 2010. Pendant la même période, l'excédent d'épargne de ces sociétés a progressé de près de 10 points de pourcentage, soit de -4,4% à 5,4% du PIB. Ce phénomène aboutit à une augmentation du patrimoine financier net des entreprises non financières au minimum de 92 millions en valeur nominale. Leur capital physique présente une croissance de même ordre. La situation est semblable en Allemagne. Une analyse par secteur montre que c'est pour les sociétés non financières que le recul du taux d'investissement est le plus marqué. En Allemagne, où le taux d'investissement national a perdu 6,5 points de pourcentage, plus de la moitié du recul est à mettre sur le compte de ce secteur.

Du point de vue économique, la théorie néoclassique de la convergence explique la tendance au recul des taux d'investissement

et à la hausse des exportations de capitaux<sup>6</sup>. Elle soutient que les investisseurs des pays industrialisés, tirant parti de la mobilité des capitaux, cherchent des placements rentables dans les pays émergents ou en développement, où la demande en capitaux est forte. Les entreprises qui s'établissent à l'étranger le font aussi pour répartir le risque, se diversifier ou s'assurer un accès au marché. D'ailleurs, la majeure partie des investissements directs suisses ont pour destination l'Europe ou les États-Unis, et non pas les pays émergents.

#### Apport des sociétés financières

En 2010, les sociétés financières – en particulier les banques et les assurances – ont contribué pour 3,1 points de pourcentage au taux d'épargne nationale. Ce chiffre a nettement progressé avant la crise (5,4%), pour retomber en 2012 à son niveau de 1990. En recul depuis quelques années, le taux d'investissement des sociétés financières atteint encore 1,1% en 2010, de sorte que celles-ci contribuent fortement à la constitution de capital physique. Leur épargne a principalement servi à augmenter la position extérieure nette. S'agissant des ménages, leur épargne brute s'est stabilisée à 12% depuis 1990, abstraction faite d'une certaine volatilité. Le pourcentage de l'épargne forcée – les cotisations aux caisses de pension, pour l'essentiel – dans l'épargne brute des ménages a

décliné pendant la même période de 60 à 50% environ. Quant au taux d'investissement des ménages dans la construction, il a diminué de 1,8 point de pourcentage pour s'établir à 3,2% en 2010. Dans le cas des administrations publiques, l'épargne équivaut à la différence entre les recettes totales et les dépenses courantes d'exploitation et de transfert. Le secteur institutionnel de l'État affichait ainsi un taux d'épargne de 3,4% en 1990, qui a reculé de près d'un point de pourcentage jusqu'en 2010, pour s'établir à 2,5%. Il est frappant de constater que même les administrations publiques dégagent des excédents d'épargne depuis 2006.

#### Le dynamisme des positions brutes

L'analyse des taux d'épargne et d'investissement par secteur permet de cerner l'évolution de la richesse nationale et de la position extérieure nette, bien que la perspective sectorielle aboutisse à une perte considérable d'informations. En effet, elle néglige la totalité des créances et des engagements entre les entités économiques d'un même secteur. Le cas des ménages illustre parfaitement ce problème: s'ils réalisent depuis des années des excédents d'épargne croissants à l'échelon de leur secteur institutionnel, le nombre de faillites privées et de poursuites augmente en parallèle. Pour clarifier la question de la considation, on a établi un compte de patrimoine financier et corporel intégré suisse (voir encadré 1). Ce bilan ne solde pas les créances et les engagements qui lient les différents acteurs économiques. Il passe ainsi de la position nette à la position brute (voir encadré 2). Cumulés, tous les actifs inclus dans le compte de patrimoine financier et corporel suisse aboutissent à près de 9 billions de francs (voir graphique 2), soit 17 fois le PIB. La plus grande partie de la position brute correspond aux sociétés anonymes du secteur institutionnel financier: en 2010, elles détenaient 64% des créances et 58% des engagements. La richesse nationale représentait 29% du bilan cette année-là. Les engagements (y compris les actions et autres participations) représentent les autres 71%. Si l'on ne considère que la fortune des ménages, le taux d'endettement est de 20% environ, un résultat proche de la moyenne européenne<sup>7</sup>.

La position brute envers l'étranger s'est nettement accrue. Le taux de mondialisation financière mesure le rapport entre la somme des passifs et actifs à l'étranger et le PIB multiplié par deux. Sa progression est impressionnante, puisqu'il est passé entre 1985 et 2007 de 1,7 à 5,9% (5,0 en 2010). En Allemagne, ce ratio était de 2,3 en 2010. L'évolution rapide des positions brutes appelle un commentaire

Encadré 3

#### Bibliographie

- Banque nationale suisse BNS, *Position extérieure nette de la Suisse 2011*, Zurich, décembre 2012.
- Barro, R. J. et Sala-i-Martin X., *Economic Growth*, McGraw Hill, 1995.
- Deutsche Bundesbank, «Integrierte sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen für Deutschland», *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*, 1, 2008, pp. 31 – 47.
- Deutsche Bundesbank, «Das PHF: eine Erhebung zu Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland», *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*, 1, 2012 (a), pp. 29 – 46.
- Deutsche Bundesbank, *Finanzierungsrechnung 2006 bis 2011*, juin 2012 (b).
- Banque centrale européenne (BCE), «The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey: Results from the first wave», *Statistical Paper Series*, n° 2, avril 2013.
- Feldstein M., et Horioka C., «Domestic Saving and International Capital Flows», *The Economic Journal*, 90, 1980, pp. 314 – 329.
- Horn G. A., Logeay C. et Tober S., «Methodische Fragen mittelfristiger gesamtwirtschaftlicher Projektionen am Beispiel des Produktionspotenzials», *IMK Studies*, 1/2007, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf.
- Jordan T., *Geldpolitik in Krisenzeiten – Warum Zentralbanken miteinander reden*, Referat beim 45. Energie-Apero Etavis, Zurich, 14 mai 2012.
- Jordan T., *Starker Franken und hoher Ertragsbilanzüberschuss: ein Widerspruch?*, Referat beim Schweizerischen Institut für Auslandsforschung, Zurich, 19 février 2013.
- Kellermann K. et Schlag C.-H., *Wofür und für wen spart die Schweiz? – Der Einfluss der finanziellen Globalisierung auf die Vermögensbildung und -struktur in der Schweiz*, étude réalisée pour le compte du Secrétariat d'État à l'économie (Seco).
- Mancini-Grioli T. et Stoffels N., *Adjusting the Current Account to Better Capture Wealth Accumulation*, août 2012.
- Obstfeld M., «Does the Current Account Still Matter?», *American Economic Review*, 102, 2012, American Economic Association, pp. 1 – 23.
- Statistisches Bundesamt, *Sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen: 1991-2011*, Wiesbaden, septembre 2012.

La part de la position extérieure nette dans la richesse nationale – déjà élevée et en constante progression – montre que l'épargne nationale est de plus en plus investie à l'étranger.



Illustration: Hannes Saxer

économique ambivalent. L'augmentation des actifs et passifs à l'étranger signifie d'une part que les entités économiques tirent parti des possibilités de diversification de la fortune à l'échelon international. Cela peut augmenter le produit des investissements et réduire les risques grâce au partage international du risque<sup>6</sup>. D'autre part, les expériences accumulées ces dernières années montrent que des positions brutes élevées peuvent également constituer une grave menace pour la stabilité financière, même lorsque l'économie nationale en question dispose d'une position extérieure nette substantielle. Ainsi, les pays créanciers ont eux aussi connu des problèmes de trésorerie en 2008 et 2009, surtout pour l'encours en USD<sup>7</sup>. Mentionnons également que les créances élevées envers l'étranger comportent un risque de contagion financière et d'effet domino.

## Conclusion

Si l'économie suisse épargne une part croissante du PIB, il reste à savoir pourquoi et pour qui elle le fait. La réponse à cette question dépend du niveau considéré. Sur le plan macroéconomique, l'épargne brute sert d'abord au maintien et au développement du capital physique; le surplus alimente la position brute envers l'étranger. La part de la position extérieure nette dans la richesse nationale – déjà élevée et en constante progression – montre que l'épargne nationale est de plus en plus investie à l'étranger. La capacité de

financement des secteurs institutionnels a, elle aussi, tendance à augmenter. Si l'on considère les positions brutes à l'échelon des entités économiques, il est clair que le niveau des engagements dans le compte de patrimoine intégré suisse est élevé. Cela vaut à la fois pour l'économie nationale et pour les relations avec l'étranger, ce qui a des implications au niveau de la stabilité étrangère.

6 Barro, Sala i-Martin (1995).

7 BNS (2012), BCE (2013).

8 Toutefois, l'effet du partage international du risque est plutôt limité en Suisse aussi, selon les estimations (Kellermann et Schlag, 2013).

9 Jordan (2012).