economiesuisse
DOSSIER POLITIQUE

3 / 2020
Pas touche à un fonds souverain

20.07.2020

L'essentiel en bref

Les taux historiquement bas et les réserves exceptionnelles de la banque centrale sont révélateurs: la Suisse se trouve dans une situation monétaire exceptionnelle. Dans le contexte de la crise du coronavirus, cette situation ravive une fois de plus l'idée d'un fonds souverain. Deux solutions sont privilégiées: instaurer un fonds avec les réserves de devises de la Banque nationale pour les mettre à profit ou bien faire contracter de nouvelles dettes à la Confédération, en bénéficiant des actuels taux négatifs, pour effectuer des investissements «prometteurs». L'une et l'autre reposent cependant sur la perspective illusoire d'un gain gratuit et sans risque. Un fonds absorbant les réserves de devises constituerait une ingérence dans la politique monétaire de la Banque nationale, dont le rôle est de garantir la stabilité des prix et non de faire du profit, tandis que financer un fonds par des dettes minerait le précieux frein à l'endettement et attiserait des intérêts politiques particuliers.

Position d'economiesuisse

- economiesuisse rejette la création d'un fonds souverain quel qu'il soit.
- Placer les réserves de devises relève de la compétence de la Banque nationale suisse, dont l'indépendance en matière de politique monétaire ne doit pas être contestée.
- L'État n'est ni un entrepreneur qualifié ni un investisseur expérimenté. Un fonds souverain créé par la Confédération serait exposé à des intérêts politiques particuliers.
- La crise du coronavirus ne doit pas ouvrir la porte à l'imprudence budgétaire. La faible dette publique est un atout essentiel de la place économique suisse, favorisant à son tour les taux faibles.

Contact et questions

Prof. Dr. Rudolf Minsch
Président suppleant de la direction, Responsable du département Politique économique générale et Formation / Chef économiste

www.dossierpolitik.ch

La tentation de l'argent bon marché

Depuis le début de la crise financière et économique en 2007, l'état d'urgence monétaire a pris une dimension planétaire. Pour éviter une crise économique pire encore, la majorité des banques centrales du monde entier sont intervenues de manière résolue et ont abaissé les taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas. En plus, les acquisitions importantes de titres d'emprunt ont poussé les taux longs vers le bas.

Depuis la crise des marchés financiers, le franc suisse s'est apprécié et la BNS a dû intervenir.

Ces développements internationaux n'ont pas épargné la Suisse. Le discernement de la BNS et sa politique économique prudente ont certes permis à notre pays de traverser les turbulences sans trop de mal, mais la croissance robuste a mené à une appréciation rapide du franc suisse [1] . Les conséquences sont connues. Dans un premier temps, la BNS a tenté de contrer la tendance en réduisant les taux de manière conventionnelle. En septembre 2011 toutefois, elle s'est vu forcée d'instaurer un taux plancher et, pour l'appliquer, est intervenue régulièrement sur le marché des changes. Comme l'illustre la figure 1, les réserves de la BNS ont alors énormément augmenté.

Afin de stabiliser le franc suisse, la Banque nationale suisse intervient ponctuellement sur le marché des changes.

Comme chacun le sait, la Banque nationale a abandonné le taux plancher le 15 janvier 2015 et, en même temps, abaissé le taux directeur à un plus bas historique de -0,75%. Le franc s'est alors fortement apprécié, pour se stabiliser après quelques semaines aux alentours de 1,05–1,10 CHF/EUR, un niveau qui pèse encore sur l'économie suisse. Pourtant, la BNS doit toujours intervenir ponctuellement sur le marché des changes pour stabiliser le cours, en achetant des devises. Elle intervient aussi sur le marché des changes en lien avec la crise du coronavirus. Ses réserves de devises avoisinent actuellement 810 milliards de francs suisses. Cela représente 117% environ de la performance économique annuelle de la Suisse [2] .

Figure 1

Évolution des positions de devises de la Banque nationale suisse

▸ Données mensuelles depuis 2000

Source : Banque nationale suisse
www.economiesuisse.ch

L'environnement des taux a évolué de façon quasi inverse au développement du portefeuille devises de la BNS. Lors de la crise financière de 2008 déjà, la BNS avait massivement baissé les taux directeurs à court terme à presque zéro. Les taux longs que la Confédération doit verser sur les obligations ont alors également suivi une baisse continue, comme l'illustre la figure 2. Après l'abandon du taux plancher par la Banque nationale et l'introduction des intérêts négatifs, les taux d'intérêt nominaux à long terme ont cependant suivi directement les adaptations du taux directeur. En 2018, le taux d'intérêt est devenu positif par moments, mais il a reculé à -1,0% avec le ralentissement international de l'économie. Dans la présente crise du coronavirus, les taux ont commencé par baisser avant de repartir à la hausse. Le taux d'intérêt reste toutefois négatif. Cela signifie que, pour certaines durées, la Confédération peut actuellement contracter des dettes à des taux négatifs. Au moment d'emprunter l'argent, elle en touche ainsi davantage (du moins en valeur nominale) qu'elle ne devra rembourser par la suite. Un phénomène exceptionnel, aussi du point de vue historique.

Figure 2

Évolution des taux nominaux sur les emprunts publics

▸ Valeurs pour un horizon de remboursement à dix ans

Source : Banque nationale suisse
www.economiesuisse.ch

Le «free lunch» pour la Suisse?

Il semble, à première vue, que la Suisse puisse accéder à des sources quasi intarissables de revenus – du moins à court et moyen termes – sans encourir de frais. Un «free lunch» en quelque sorte. La Banque nationale pourrait apparemment acquérir des valeurs tangibles en faisant «marcher la planche à billets», sans pour autant menacer la stabilité des prix à la consommation. Cela affaiblirait au contraire le franc, au bénéfice de l'industrie helvétique, tandis que la Confédération pourrait s'endetter tout en réalisant des bénéfices. Au final, «s'endetter» en perdrait presque son aspect équivoque pour paraître une affaire lucrative.

→ **La politique veut profiter de cette présumée manne financière.**

Dans ce contexte, il n'est guère étonnant que la politique veuille profiter de cette présumée manne financière. D'où les nombreuses voix appelant à la création d'un fonds souverain, qui devrait exploiter l'actuelle situation du franc fort, effectuer des investissements «dans l'intérêt de la Suisse» et – comme corollaire agréable en quelque sorte – désamorcer les difficultés économiques. Singapour et la Norvège,

mais aussi Hong Kong, avec leurs fonds souverains couronnés de succès, sont souvent citées comme modèles. Les explications ci-dessus ont montré que la discussion politique se concentre sur deux solutions possibles, selon des concepts très différents. Examinons-les plus avant [3] :

Deux idées distinctes: fonds souverain auprès de la BNS ou de la Confédération

1. Une partie des réserves de devises de la Banque nationale seraient délocalisées dans un fonds séparé [4] qui pourrait procéder à des investissements offrant un potentiel de rendement plus élevé qu'avec l'actuelle stratégie d'investissement de la BNS. De nombreuses propositions visent en outre des investissements de nature stratégique destinés, par exemple, à des projets d'innovation ou à des infrastructures d'importance stratégique à l'étranger. Grâce à ce genre de fonds souverain, pense-t-on communément, la réaffectation d'une partie des réserves de la BNS allègerait la pression politique qu'elle subit. D'autres idées, isolées, sont d'adapter les règles d'investissement de la Banque nationale afin d'accroître le potentiel bénéficiaire des réserves.
2. La Confédération devrait exploiter la situation des taux d'intérêt bas, voire négatifs, pour placer un important volume (100 milliards de francs, par exemple) d'emprunts publics sur le marché. Des moyens qui seraient ensuite investis dans des actifs et projets hautement rentables et «prometteurs», comme du capital risque pour des innovations ou l'investissement dans les énergies alternatives. Certaines idées consistent à opter pour une approche concentrée sur des projets d'infrastructures en Suisse (rail, route, recherche, formation, etc.).

Ces formes de fonds souverains sont un résultat direct de la situation monétaire actuelle. Une motion du PDC combine les deux idées. Elle demande la création d'un fonds auprès de la Confédération, mais qui serait financé via des crédits auprès de la BNS. Dans le sillage de la crise du coronavirus, l'idée d'un fonds souverain est d'autant plus tentante qu'il générerait des ressources financières comme par magie. Malheureusement et indépendamment de la forme retenue pour le fonds, ces exigences relèvent de la tentation de l'argent bon marché, en donnant l'illusion d'un gain gratuit et sans risque. Comme nous le démontrerons dans ce dossierpolitique, le «free lunch» n'existe pas – même pas en ces temps exceptionnels que la politique monétaire traverse en ce moment. Tout au contraire. Du point de vue économique, les idées de fonds souverain doivent être résolument rejetées.

Fonds souverains à l'étranger – modèles pour la Suisse?

Le Fonds de compensation de l'AVS est aussi une sorte de fonds souverain.

Au sens plus large du terme, les fonds souverains n'ont rien d'exceptionnel dans le monde. Avec le fonds pour les routes, celui pour les infrastructures ferroviaires et le fonds de compensation de l'AVS, la Suisse en possède d'ailleurs d'une certaine manière. Ces engagements publics sur le front des investissements servent cependant en premier lieu à lisser les revenus. Ces fonds ne sont pas financés par des dettes. Ils sont alimentés par des impôts et des cotisations versés par la population.

Les propositions pour la création d'un fonds souverain s'orientent cependant vers les grands fonds d'investissement, notamment norvégien et singapouriens. Singapour possède d'ailleurs deux fonds indépendants, dont l'un gère une partie des réserves de devises de la banque centrale, entre autres tâches.

Singapour: deux fonds souverains avec des objectifs distincts

Le fonds souverain le plus connu de Singapour, nommé Temasek, appartient au ministère des Finances. Il a été créé en 1974 pour gérer (selon un modèle courant dans l'économie asiatique) les sociétés et participations étatiques dans les entreprises nationales, comme Singapore Airlines. Le portefeuille du fonds est donc constitué d'actifs réels [5] . Les engagements financiers de Temasek n'ont cessé d'augmenter et la fortune globale sous gestion se chiffre aujourd'hui à 313 milliards de dollars de Singapour. Selon les informations fournies par Temasek, le fonds gère sa fortune indépendamment du pouvoir politique, mais verse régulièrement des dividendes au ministère des Finances. Il ne fait donc l'objet d'aucune règle d'investissement quant à des secteurs économiques ou technologies spécifiques et doit juste veiller à valoriser son portefeuille d'actifs.

La politique monétaire de Singapour vise une valeur extérieure stable du dollar de Singapour.

Les réserves de la banque centrale de Singapour sont gérées par le fonds GIC Private Limited, sans lien avec Temasek. Ces placements ne constituent cependant qu'une partie des actifs sous gestion de GIC [6] . Les données financières des participations ou des pertes et profits ne sont pas communiquées. L'on craint en effet que cela permette des déductions quant au volume des réserves monétaires de la cité-État, ce qui pourrait compliquer la mise en œuvre de la politique monétaire dédiée à une valeur extérieure stable de la monnaie. Singapour ne possède pas une banque centrale indépendante comme la plupart des pays occidentaux et surtout la Suisse. Le président des autorités monétaires concernées est également ministre des Finances. Le fait que cela puisse fonctionner est lié d'une part au système politique de démocratie limitée et de l'autre à la politique monétaire axée sur le taux de change. La banque centrale de Singapour ne poursuit donc pas de politique monétaire indépendante, mais s'aligne sur celle de ses partenaires commerciaux.

La stabilité des prix offre des avantages notables sur le long terme.

Dès lors, les institutions ne doivent pas obligatoirement être indépendantes pour garantir la crédibilité de leur politique monétaire. En ce point, Singapour se distingue

fondamentalement de la Suisse, dont la politique monétaire autonome, axée sur la stabilité des prix, requiert une banque centrale indépendante pour imposer plausiblement ses objectifs. L'acquisition, la vente et la gestion de réserves de devises sont alors des moyens et non une fin en soi. Il ne faut pas sous-estimer l'avantage de prix stables sur la durée. Inflation et taux de déflation faibles sont synonymes de stabilité et de crédibilité pour l'épargne et les investissements en Suisse, réduisent également les distorsions de prix et favorisent une meilleure croissance économique. Il est ainsi possible de signer des contrats à long terme sans que les prix convenus ne varient fortement en termes réels.

→ **Le fonds souverain norvégien s'inscrit aussi dans une optique d'autodiscipline.**

Norvège: la prospérité grâce au pétrole

Le fonds norvégien Government Pension Fund Global (GPFG), créé en 1990, est considéré comme le plus grand fonds souverain au monde. Sa valeur de marché s'élève à un billion de francs suisses et sa gestion incombe à la banque centrale (Norges Bank), dans le respect des règles politiques émises par le ministère des Finances. Le portefeuille – constitué exclusivement d'actions, de titres générant des intérêts et de valeurs immobilières à l'étranger – doit donc remplir certaines exigences, ce qui ne manque pas d'alimenter les discussions (politiques).

Le GPFG est la réponse de la Norvège à la prise de conscience que ses réserves de pétrole, principale source de revenu du pays, ne sont pas inépuisables. Grâce au fonds, le gouvernement norvégien peut investir les revenus pétroliers dans des secteurs d'activités rentables sur la durée et permettre ainsi aux générations futures de profiter également de la prospérité due à l'exploitation du pétrole. Avant la création du fonds, les revenus pétroliers étaient versés directement au budget de l'État. La base légale sur laquelle repose le fonds prévoit, par contre, que seul l'équivalent du rendement escompté du fonds, 3% par an environ, est mis à la disposition des finances publiques. Le fonds souverain norvégien est donc né en quelque sorte d'une volonté d'autodiscipline du pouvoir politique (à l'image d'un frein à l'endettement).

Le GPFG est financé exclusivement par les revenus du commerce pétrolier. Il n'existe aucun apport public ni apport de capital découlant d'obligations d'État. La grande différence avec la Suisse est que notre pays, comme chacun le sait, ne possède presque pas de ressources naturelles et ne dispose donc pas de la même «base de valeur réelle».

Il apparaît ainsi que les fonds souverains étrangers n'offrent guère de comparaison pour les idées propagées en Suisses en faveur d'un tel établissement, car les conditions y sont radicalement différentes. Ci-après, nous allons examiner dans le détail les idées suisses en matière de fonds souverains et montrer que leurs conséquences seraient des plus problématiques.

Pourquoi la Banque nationale ne peut être le gardien d'un fonds souverain

Après l'abandon du taux plancher par la BNS, l'un des arguments récurrents a été la croissance soutenue de son bilan comptable, qui aurait rendu difficile de poursuivre sur cette voie. La création d'un fonds souverain pourrait non seulement alléger le bilan et ainsi décharger la Banque nationale, mais également générer de nouveaux revenus. Par l'acquisition de devises additionnelles en faveur du fonds souverain, la BNS contribuerait de surcroît à affaiblir le franc suisse.

→ **Un fonds souverain ne simplifierait aucunement le bilan de la Banque nationale.**

Un fonds souverain nuirait à l'indépendance de la BNS

De toute évidence, il importe peu que les réserves de la BNS apparaissent directement dans son bilan comptable ou soient «délocalisées» dans un fonds souverain à part. Ce dernier aurait en effet tout simplement une dette envers la Banque nationale, qui l'afficherait donc à l'actif, et le bilan n'en serait pas allégé pour autant. Outre la vente des réserves à proprement parler, des pertes réalisées (par les distributions, par exemple) sont le seul moyen par lequel la BNS peut réduire son bilan.

→ **S'immiscer dans la politique de placement de la BNS signifie miner son indépendance.**

Dans la mesure où un fonds souverain auprès de la Banque nationale serait régi par des règles d'investissement (politiques, quelles qu'elles soient), sa création entraînerait de fait une ingérence dans la politique de placement et, partant, l'indépendance de la BNS en matière de politique monétaire. Garantie par la Constitution, celle-ci n'est pourtant pas une fin en soi. Pour pouvoir s'imposer en toute crédibilité sur les marchés financiers dans le but de garantir la stabilité des prix et d'amortir les chocs monétaires ou macroéconomiques, il faut que les acteurs du marché soient sûrs qu'aucune ingérence politique ne viendra affaiblir la BNS, même si les mesures sont impopulaires. Donner un signal contraire risquerait de gravement affecter la capacité d'action de la BNS et de nuire durablement à sa réputation et son impact. La recherche en matière d'histoire économique montre clairement que l'indépendance de la Banque nationale est le principal critère, de loin, lorsqu'on vise la stabilité des prix.

Il en est de même pour l'exigence d'investissements stratégiques par la BNS. Une banque centrale indépendante ne peut pas être l'investisseur dominant d'une entreprise isolée ni s'exposer au soupçon de poursuivre, au moyen de ses placements, des objectifs politiques autres que le maintien de la stabilité des prix. Seule une vaste diversification garantit que la BNS soit, conformément à son mandat, perçue comme acteur souverain, neutre vis-à-vis du marché et exclusivement dédié aux objectifs de politique monétaire. Et même si cela ne joue qu'un rôle secondaire, une stratégie d'investissement large promet de générer les meilleurs rendements sur le long terme.

La BNS n'a pas pour mission prioritaire de dégager des bénéfices

Quelque 20% des réserves de devises de la BNS sont actuellement placées en actions et 69% en obligations d'État [7] . Cette stratégie d'allocation de la BNS (part relativement basse d'actions et part importante d'obligations d'État) mais aussi la stratégie de gestion passive de son portefeuille d'actions (celui-ci réplique simplement les variations d'indices boursiers) contribuent probablement à expliquer l'élan de sympathie que suscite les appels à déposséder la BNS d'une partie de ses réserves de devises pour créer un fonds souverain.

→ **Pour des raisons monétaires, les placements doivent pouvoir être vendus rapidement.**

Ceci dit, la vente d'actions est un instrument important de la politique monétaire. Elle permet à la BNS de retirer de la liquidité du marché. Elle fait ainsi partie de la politique axée sur la stabilité poursuivie par la banque centrale conformément à son mandat légal. Si des bénéfices sont réalisés, il s'agit d'un effet secondaire réjouissant mais jouant tout au plus un rôle mineur. Si la politique monétaire l'exige, les réserves de devises doivent pouvoir être vendues dans les meilleurs délais. Or les obligations d'État sont plus faciles à liquider que les actions. Elles trouvent assez facilement acquéreur. Leurs cours sont aussi moins volatiles. Cette propriété (des titres obligataires en général) facilite la gestion de la masse monétaire. Il est souvent objecté que la BNS dispose aussi d'un autre moyen pour réduire la masse monétaire si nécessaire, à savoir l'émission de propres titres de créances (appelés «bons de la BNS»). Ceci est exact, mais cette stratégie serait risquée. L'émission de bons de la BNS entraîne des frais et la BNS rémunère ces titres à un taux dont elle influence elle-même le niveau. Les décisions dans ce domaine pourraient aller à l'encontre d'objectifs de la politique monétaire. En tout état de cause, lesdits frais sont susceptibles d'être supérieurs aux éventuels produits supplémentaires qui résulteraient par exemple d'un accroissement de la part d'actions dans le portefeuille.

→ **Une part relativement basse d'actions étrangères est en accord avec la théorie de la gestion de portefeuilles.**

La stratégie de placement de la BNS est-elle vraiment si mauvaise?

On peut légitimement discuter des stratégies de placement de la BNS, même si l'on reconnaît la primauté de l'objectif de stabilité dans la politique poursuivie par la banque centrale. Ceci dit, la stratégie de placement actuelle de la BNS est fondée sur des raisons solides, même si l'obtention d'un rendement ne constitue pas un but prioritaire de la BNS. L'idée que la part des réserves de devises de la BNS placées en actions serait trop basse (comme on pourrait le penser de prime abord) doit être fortement relativisée à la lumière de la théorie de la gestion de portefeuilles. La cause en est que les investisseurs considèrent le franc suisse comme une monnaie refuge. Ceci explique en partie la force actuelle de la monnaie helvétique et, plus généralement, a pour effet que, du point de vue de l'investisseur suisse (comme l'est la BNS), les taux de change et les marchés des actions étrangers tendent à évoluer dans la même direction (procyclicité). Lorsque les monnaies étrangères se déprécient par rapport au franc suisse, la valeur des actions étrangères a tendance à baisser également. Ainsi, il est fréquent qu'une baisse de la valeur des actions sur les Bourses européennes s'accompagne d'une dépréciation de l'euro par rapport au franc suisse. Dans ce scénario, l'investisseur suisse subit une double perte: une perte (en euros) due à la baisse du cours des actions et une perte de change liée à la dépréciation de l'euro par rapport au franc suisse (s'il vend ses actions). Ce phénomène réduit le potentiel de diversification que représentent les placements en

actions. S'agissant des placements purement étrangers, il est donc tout à fait judicieux – comme le fait la BNS – d'avoir en portefeuille une part d'actions relativement basse et une part relativement importante d'obligations d'État (celles-ci ayant un comportement anticyclique) [8] .

La planche à billets ne crée aucune valeur réelle

Le transfert d'une partie des réserves de devises de la BNS vers un fonds souverain n'affecterait pas le cours du franc suisse puisque les réserves en question sont déjà placées à l'étranger. Pour affaiblir le franc suisse, la BNS devrait donc de toute façon racheter des devises – même si celles-ci devaient ensuite être transférées vers le fonds souverain – quelle que soit la stratégie de placement.

→ **Faire tourner la planche à billets ne crée aucune valeur réelle.**

L'achat de devises est une décision de politique monétaire de la compétence exclusive de la BNS. Si l'on en fait abstraction, il faut au moins éviter une erreur d'interprétation couramment commise quant aux conséquences de ses interventions sur le marché des changes. L'idée que le rachat de devises étrangères par la BNS en faisant tourner la planche à billets permettrait pour ainsi dire de créer de la valeur réelle (tout en affaiblissant le franc suisse) repose sur une méconnaissance fondamentale de la façon dont fonctionnent les devises en papier-monnaie [9] . Les placements auxquels la BNS procède en devises étrangères ne peuvent s'effectuer qu'à la valeur nominale; ils ont un prix qui est supporté par les personnes qui détiennent (nominalement) des avoirs en francs suisses au montant des transactions en question. Alors que le fonds souverain norvégien s'adosse à des actifs réels tels que des matières premières géologiques, ce ne serait pas le cas de la BNS. Or il est impossible à une banque centrale de créer de la valeur réelle ex nihilo. L'impression de billets de banque ne fait qu'allonger le bilan. L'achat de devises augmente les réserves de devises dans la colonne des actifs de la Banque nationale et augmente simultanément les passifs et donc les engagements de la BNS. Il n'augmente pas ses fonds propres.

À long terme, l'impression de billets de banque réduit la valeur de ceux qui sont déjà en circulation. Cela peut produire de l'inflation: le montant nominal nécessaire à l'acquisition d'un bien déterminé augmente. Jusqu'ici il n'y a pas eu d'inflation sous la forme de hausse des prix à la consommation. La catégorie pénalisée est donc celle des épargnants, l'inflation qu'ils subissent agissant comme une sorte de taxe. Le prix des valeurs patrimoniales a fortement augmenté. Pour les investisseurs potentiels, cette forme d'inflation est tout aussi déterminante que la forme classique. Les économistes ont établi depuis longtemps que faire tourner la planche à billets ne créait aucune valeur réelle. C'est toujours valable.

L'illusion de l'endettement à coût modique

Un faible endettement public a des répercussions positives sur la notation financière de l'État concerné.

Dans le domaine de la politique financière, la Suisse est considérée comme un élève modèle au niveau mondial. Contrastant singulièrement avec la plupart des autres États industrialisés, la Suisse a nettement réduit son endettement public ces dix dernières années, en particulier grâce au frein à l'endettement – instrument qui a du reste suscité un vif intérêt à l'étranger et a souvent été copié. Le taux d'endettement de la Suisse s'élève à quelque 30% du PIB. Ce taux devrait s'envoler dans le sillage de la crise du coronavirus. Le taux d'endettement néanmoins positif explique en partie la bonne notation des titres de créance de la Confédération, laquelle explique, quant à elle – avec certaines caractéristiques de la politique monétaire – le bas niveau des intérêts. Il peut aussi donner l'impression que la Suisse disposerait d'une marge de manœuvre pour augmenter l'endettement (brut) à un coût modique – pour financer un fonds souverain axé sur le rendement par exemple.

Toutefois, cette description des mécanismes du marché est statique. En réalité, la bonne notation des titres de créances fédéraux – et le bas niveau des intérêts qui en résulte – reflète l'attente des investisseurs que la Suisse maintienne son cap en matière de politique financière. Si la dette venait à augmenter fortement, dans le contexte des dettes massives contractées pendant la crise du coronavirus, les intérêts s'alourdiraient (la création d'un fonds souverain doté de quelque 100 milliards de francs – un ordre de grandeur évoqué fréquemment – aurait pour effet de faire augmenter nettement le taux d'endettement de la Suisse). Dans cette hypothèse, il faudrait trouver un subterfuge pour esquiver le frein à l'endettement, ce qui décrédibiliserait la politique financière suisse. Les investisseurs y verraient un précédent susceptible de se reproduire à tout moment.

Un fonds souverain reporterait sur les contribuables des risques que devraient supporter les investisseurs.

L'État n'est pas un investisseur qualifié

On pourrait certes objecter que la charge d'intérêts resterait relativement basse en cas de léger renchérissement du service de la dette et que, dans le contexte actuel, un fonds souverain serait néanmoins susceptible d'être lucratif. De prime abord, il semble effectivement que le rendement potentiel d'un tel fonds serait sensiblement plus élevé que la charge d'intérêts correspondante. Mais il s'agit d'une conséquence non pas de la situation actuelle des taux d'intérêt mais du fait que les investisseurs sont disposés à accepter un abattement sur les intérêts servis sur les obligations d'État parce que celles-ci sont garanties par le contribuable. En tant que tel, un fonds souverain n'a pas, quant à lui, les moyens de se soustraire au rapport rendement/risque dicté par le marché – à moins, justement, que l'on n'exige du contribuable – ce qui n'est pas son rôle – qu'il supporte systématiquement les risques du fonds à la place d'autres investisseurs, en faisant fi de ses préférences personnelles en matière de risque.

Un fonds souverain devrait satisfaire à diverses exigences politiques – sur le dos du contribuable.

Par ailleurs, un fonds souverain risque d'être instrumentalisé pour des intérêts politiques particuliers. En théorie, la direction du fonds devrait chercher à dégager un rendement maximal pour les personnes qui supportent le risque, à savoir les contribuables. Mais en pratique – et le débat engagé le montre – les investissements

d'un tel fonds devraient probablement satisfaire à diverses exigences politiques. Il pourrait être exigé par exemple que les placements soient supportables sur le plan social, qu'ils encouragent les technologies vertes, qu'ils servent à mettre à disposition du capital-risque, qu'ils promeuvent l'innovation, qu'ils soient «axés sur l'avenir», qu'ils contribuent à la création de places d'apprentissage, etc. On pourrait encore allonger la liste en tout arbitraire. Or le monde politique n'est pas fait pour jouer les entrepreneurs ni les conseillers en placement. Il y a fort à parier que de nombreux placements du fonds souverain censés être des investissements financeraient en réalité la consommation de l'État. Le risque serait grand alors que le fonds réalise un rendement moindre et prenne davantage de risques qu'un investisseur ordinaire – sur le dos du contribuable et de la place économique suisse.

→ **Un fonds souverain accroîtrait l'empreinte de l'État.**

Un fonds souverain saperait le frein à l'endettement

Les interventions demandant la création d'un fonds souverain révèlent que les milieux politiques entendent ainsi accroître les ressources financières à disposition. Il ne s'agit pas d'investir dans des titres mais de réaliser des projets. Les interventions montrent aussi que les moyens supplémentaires seraient utilisés pour toutes sortes de causes. Un fonds souverain accroîtrait donc sensiblement l'empreinte étatique en Suisse. Il aurait aussi des conséquences dramatiques pour un des principaux instruments de la politique financière, le frein à l'endettement: toute levée de fonds sur les marchés des capitaux représente de nouvelles dettes pour la Confédération. Un fonds souverain financé par l'endettement est donc incompatible avec le frein à l'endettement.

Le franc serait probablement encore renforcé

Les partisans d'un fonds souverain géré par la Confédération font miroiter les possibilités de rendement et la situation avantageuse en matière d'intérêts. Ils tablent en outre, quasiment à titre d'effet secondaire bienvenu, sur un affaiblissement du franc. Bien que le raisonnement soit fondé, la réalité dépend de la réponse à deux questions. Premièrement, les nouveaux titres seront-ils plutôt achetés par des investisseurs indigènes ou étrangers? Et, deuxièmement, ce fonds souverain sera-t-il plutôt investi en Suisse ou à l'étranger?

Il n'est pas possible de répondre à la première question de manière catégorique, puisque le comportement des investisseurs n'est guère prévisible. La liquidité accrue sur le marché des emprunts d'État suisses induite par un fonds souverain plaide toutefois plutôt en faveur d'une croissance de la demande étrangère. Pour les investisseurs, la plus grande liquidité des obligations helvétiques facilite l'achat et la vente, car celles-ci s'insèrent encore plus aisément qu'aujourd'hui dans un portefeuille diversifié [10] . Le franc serait donc plutôt renforcé.

→ **S'il n'investit pas fortement à l'étranger, un fonds d'État tendra à renforcer le franc.**

La réponse à la deuxième question dépend de la stratégie d'investissement de l'éventuel fonds souverain. Si celui-ci investit plutôt en Suisse, le franc s'en trouvera renforcé. En revanche, un fonds dont les capitaux seraient investis essentiellement à l'étranger (pour autant qu'une telle stratégie soit susceptible de réunir une majorité) affaiblirait le franc. D'aucuns diront que la Confédération pourrait compenser ainsi le bas niveau d'investissement des Suisses à l'étranger. Cela impliquerait toutefois que

les Suisses soient soudain devenus des investisseurs irrationnels, une hypothèse qui ne se justifie guère. Par ailleurs, des écarts de rendement systématiques seraient immédiatement corrigés par le marché, plus précisément par ceux que l'on appelle les arbitragistes [11] . Les entraves réglementaires parfois imposées aux investisseurs institutionnels constituent une exception. Le législateur pourrait contribuer de manière intéressante à un affaiblissement du franc par une libéralisation appropriée des prescriptions d'investissement.

Fonds souverain – attentes et réalité

Les explications ci-dessus ont montré qu'un fonds d'État – quelle que soit sa forme – n'est pas une bonne idée du point de vue économique. Le tableau 1 ci-dessous passe en revue les principaux arguments.

▸ Fonds souverain reposant sur les réserves de devises de la Banque nationale suisse

Objectif visé	Attentes	Réalité
Rendement accru des investissements de la BNS	- Une stratégie d'investissement optimisée accroît le gain. - Des investissements «stratégiques» améliorent les perspectives de rendement de la BNS et amènent des avantages économiques.	- Les prescriptions d'investissement supposent une immixtion dans la politique monétaire qui affecterait l'indépendance de la BNS. - Du point de vue de la politique monétaire, la possibilité de liquider rapidement des placements est essentielle (les «bons de la BNS» ne sont pas des substituts). - Une large diversification permet d'être perçu comme un acteur indépendant. - Une faible proportion d'actions est intéressante du point de vue de la technique de portefeuille, car le taux de change est corrélé positivement aux actions étrangères.
Affaiblissement du franc	- Une stratégie d'investissement de la BNS largement axée sur l'étranger affaiblit le franc. - Les achats supplémentaires de devises ne coûtent rien et affaiblissent le franc.	- Les réserves de devises sont déjà entièrement investies à l'étranger. Le franc ne peut donc pas être affaibli par une autre stratégie d'investissement. - Les achats supplémentaires de devises accroissent la masse monétaire. - Les décisions en matière d'achat de devises relèvent de la politique monétaire indépendante de la BNS.
Diminution de la pression politique	- Une diminution du bilan de la BNS accroît sa marge de manœuvre en matière de politique monétaire.	- Le bilan de la BNS ne peut pas être diminué, car le fonds aurait sinon une dette envers elle.
Création de valeurs réelles pour l'économie	- Acheter des devises étrangères et actionner gratuitement la «planche à billets» permet d'acquérir des valeurs réelles qui, à long terme, profitent à l'économie dans son ensemble.	- La BNS ne peut créer de valeurs réelles par la création de monnaie. Il s'ensuivrait une inflation des actifs.

▸ Fonds souverain de la Confédération reposant sur un accroissement de la dette

Objectif visé	Attentes	Réalité
Rendement accru pour la Confédération	- Le bas niveau des taux d'intérêt permet aux investissements de la Confédération de générer un bénéfice accru. - Un fonds souverain peut réaliser des investissements «prometteurs» sur le plan économique. - Grâce à la rémunération négative, la Confédération peut réaliser un bénéfice sans prendre de risque (s'endetter et gagner ainsi de l'argent).	- La Confédération peut générer un bénéfice indépendamment de l'évolution actuelle des taux d'intérêt, mais seulement par un report de risques sur les contribuables. - La mise à profit du bas niveau des taux d'intérêt implique un endettement accru de la Suisse et donc une charge de la dette également plus importante. - Pour alimenter un tel fonds, la Confédération risque de devoir faire sauter le frein à l'endettement. La politique financière de la Suisse, qui a fait ses preuves, serait contournée, ce qui serait dommageable à long terme. - Un fonds souverain ferait l'objet d'intérêts politiques particuliers. - Une exploitation systématique de sa position privilégiée par la Confédération nuirait à la politique monétaire de la BNS.
Affaiblissement du franc	- Si, avec un tel fonds, la Confédération investit davantage à l'étranger qu'en Suisse, la valeur du franc baisse.	- Une liquidité accrue du marché tend plutôt à renforcer le franc[12] - Un affaiblissement du franc ne se produirait que si le fonds souverain investissait en grande partie à l'étranger, ce qui est politiquement délicat et économiquement peu judicieux (aucun signe d'un comportement irrationnel des investisseurs).
Optimisation de l'infrastructure publique	- Il est possible de réaliser des projets d'infrastructure à bon compte.	- Dans le cas des infrastructures, les intérêts de la dette ne représentent qu'une petite partie des coûts, et la dette doit tout de même être remboursée. - Les ouvrages infrastructurels génèrent toujours des coûts subséquents. - Lors de projets d'infrastructures, la pesée du coût et de l'utilité (accroissement de la force productive de l'économie) doit s'effectuer indépendamment de la situation sur le front des taux d'intérêt.

Source : economiesuisse
www.economiesuisse.ch

Conclusion: préserver l'avenir, c'est veiller à l'indépendance de la banque nationale et à la durabilité de la politique financière

Depuis la crise financière mondiale, le monde industrialisé – et avec lui la Suisse – se trouve dans une situation exceptionnelle en matière de politique monétaire. La crise du coronavirus la prolonge pour une durée indéterminée. Les importantes réserves de devises de la BNS et le bas niveau des intérêts de la dette nourrissent l'illusion que la Suisse dispose de ressources financières presque gratuitement et sans risque. La tonalité générale est qu'il ne manquerait aux milieux politiques que le courage de profiter de cette manne.

→ **Des réserves de devises élevées et un bas niveau des intérêts de la dette ne sont pas des valeurs réelles.**

Or ni les importantes réserves de devises de la Banque nationale ni le bas niveau des intérêts de la dette de la Confédération ne sont des valeurs réelles. C'est en cela que se distinguent fondamentalement les propositions de fonds souverain suisse des modèles en la matière que sont les fonds souverains de Norvège et de Singapour, qui reposent sur le produit de la vente de pétrole ou sur des entreprises d'État. Un fonds souverain reposant sur les réserves de la BNS porterait atteinte à l'indépendance et au crédit de cette dernière vis-à-vis des marchés en matière de politique monétaire, compliquant durablement son activité. Dans un tel contexte, la stabilité des prix ne pourrait plus être garantie. De plus, un fonds souverain géré par la Confédération et fondé sur une augmentation de son endettement permettrait surtout aux investisseurs de reporter leurs risques sur les contribuables suisses. Un tel fonds, hormis le fait de contribuer encore à la force du franc et de faire l'objet d'intérêts politiques particuliers, mettrait aussi en péril la stabilité de la politique financière helvétique. Et, à la fin, c'est aux contribuables que la facture serait présentée.

→ **La recette du succès de la politique économique suisse: stabilité des prix et finances équilibrées.**

Un fonds souverain servirait rapidement, et c'est bien compréhensible, de surface de projection pour toutes sortes d'intérêts politiques et de représentations idéalisées, en particulier si subsiste l'illusion que celui-ci pourrait être doté de moyens pratiquement illimités. Mais dans la réalité, la clé du succès de la politique économique suisse n'a pas changé. Une banque nationale indépendante et soucieuse d'assurer la stabilité des prix, doublée d'une politique budgétaire équilibrée, protégée par le frein à l'endettement, notamment. Si la recette peut paraître ennuyeuse, l'expérience montre qu'elle est efficace.

1. Détails sur les dessous de l'appréciation par exemple dans Minsch, R. et Schnell, F. (2012). Un cours plancher de 1,20 franc: une mesure d'urgence en période de turbulences. La Vie économique, 1/2-2012, pp. 31-33
2. État: avril 2020
3. Cf. aussi les motions 20.3331 et 20.3416 «Créer un fonds souverain pour stabiliser et renforcer l'économie»
4. L'ancien fonds de stabilisation (StabFund), qui avait géré les actifs d'UBS transférés lors de la crise financière, est souvent cité en exemple.
5. Depuis plusieurs années, Temasek émet aussi ses propres titres de dette, qui ne sont toutefois garantis que par la fortune du fonds et non par le trésor public.
6. Un fonds similaire existe à Hong Kong. Le Hongkong Exchange Fund gère entre autres des réserves de devises.
7. État au 1er trimestre 2020: https://www.snb.ch/fr/iabout/assets/id/assets_reserves
8. À ce sujet, cf. Zurbrügg, F. (2014). Possibilités et limites de la politique de placement de la BNS. Exposé présenté lors de l'apéritif «Marché monétaire» de la BNS du 27 mars 2014. Zurich: BNS
9. Cf. Föllmi, R. (2015). Unvereinbar mit dem Auftrag der Nationalbank. Tribune dans la «Neue Zürcher Zeitung» du 3 août 2015, p. 15
10. Contrer cet effet au moyen d'une interdiction de vente des emprunts d'État à des investisseurs étrangers reviendrait à entraver la libre circulation des capitaux.
11. Cf. Föllmi (2015)