

Pas touche à un fonds souverain

dossier politique

7 septembre 2015 Numéro 9

Fonds souverain Les taux historiquement bas et les réserves exceptionnelles de la banque centrale sont révélateurs: la Suisse se trouve dans une situation monétaire exceptionnelle. La vigueur soutenue du franc amène de l'eau au moulin de ceux qui réclament la création 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 favorables, 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 la politique budgétaire et économique efficace de la Suisse. Le fonds ainsi créé s'exposerait en outre à des intérêts politiques particuliers et susciterait la convoitise.

Position d'economiesuisse

- ▶ **economiesuisse** rejette la création d'un fonds souverain – que celui-ci soit alimenté par des réserves de devises de la Banque nationale ou par de nouvelles dettes.
- ▶ 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. Ses investissements sont toujours influencés par la politique. Un fonds souverain créé par la Confédération serait exposé à des intérêts politiques particuliers.
- ▶ Le contexte des taux faibles 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.

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. Depuis, le taux directeur de la Fed est de fait à zéro. En plus, les acquisitions importantes de titres d'emprunt ont poussé les taux longs vers le bas. Tandis que les États-Unis pourraient amorcer prochainement une normalisation du niveau des taux d'intérêt, la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) restera sans doute encore très expansive pour un certain temps. Elle est en effet surtout marquée par la crise de l'endettement de certains pays européens. Ce qui semblait impensable il y a encore quelques années est donc devenu réalité : le taux directeur dans la zone euro frise le zéro.

► La Suisse a plutôt bien surmonté la crise, mais le franc est devenu toujours plus fort.

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 explosive du franc suisse, menaçant sérieusement la place industrielle et continuant de l'affecter fortement¹. 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.

► Malgré l'abandon du taux plancher, la Banque nationale intervient encore 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 1,04-1,07 CHF/EUR, un niveau qui pèse encore lourdement sur l'économie suisse. Pourtant, la BNS doit intervenir ponctuellement sur le marché des changes pour stabiliser le cours. Selon ses propres informations, cela a été le cas lors des turbulences autour d'un possible « Grexit ». Les réserves de devises de la BNS atteignent actuellement près de 550 milliards de francs suisses, ce qui correspond à environ 88 % de la performance économique annuelle de notre pays².

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, p. 31-33

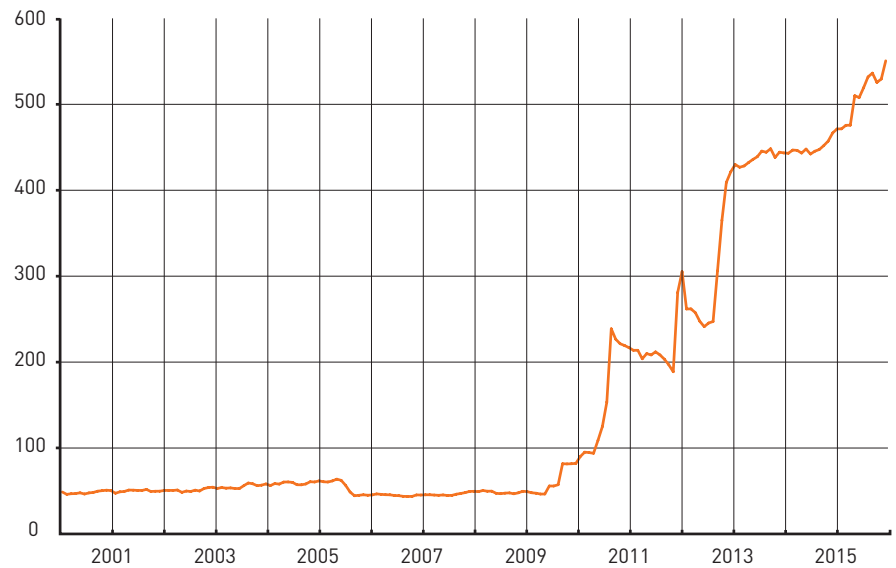
² État : juillet 2015

Figure 1

► Le portefeuille de devises géré par la BNS atteint actuellement près de 550 milliards de francs.

Évolution des positions de devises de la Banque nationale suisse

Données mensuelles depuis janvier 2000, en milliards de francs



Source : Banque nationale suisse

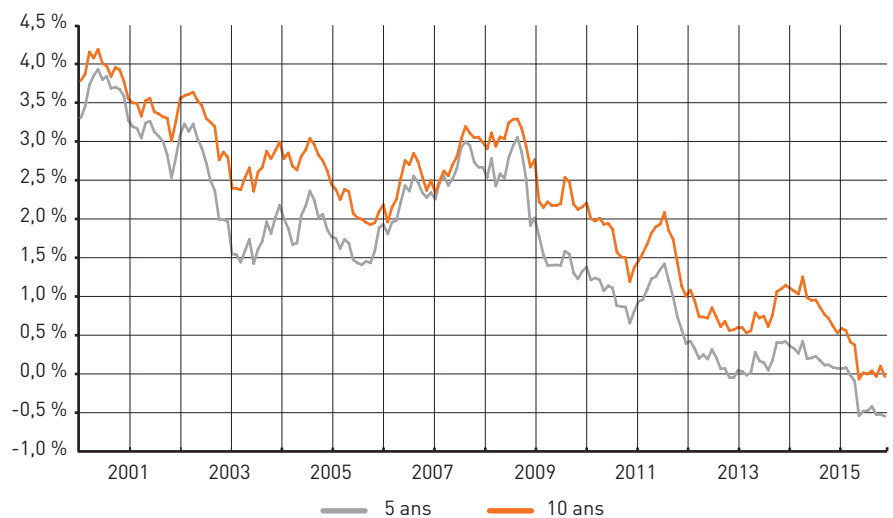
L'environnement des taux a évolué de façon quasi inverse au développement du portefeuille de devises de la BNS. Lors de la crise financière de 2008 déjà, la BNS avait massivement baissé les taux directeurs à court terme à presque zéro. Les taux longs que la Confédération doit verser sur les obligations 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 d'intérêts négatifs, les taux d'intérêt nominaux à long terme ont cependant suivi directement les adaptations du taux directeur. 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

► Les intérêts servis sur les emprunts d'État suisses affichent un niveau plancher historique.

Évolution des taux nominaux sur les emprunts publics

Valeurs pour un horizon de remboursement à cinq et dix ans



Source : Banque nationale suisse

Le « free lunch » pour la Suisse ?

De toute évidence, ces circonstances exceptionnelles en politique monétaire ne sauraient durer. Pourtant, à première vue, il semble que la Suisse peut 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 surévalué, au bénéfice de l'industrie helvétique, tandis que la Confédération pourrait s'endetter en réalisant même 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, 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 avant³:

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

1. Une partie des réserves de devises de la Banque nationale serait délocalisée dans un fonds séparé⁴ 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. Certains proposent ici et là 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. Certains proposent aussi d'opter pour une approche concentrée sur des projets d'infrastructures en Suisse (rail, route, recherche, formation, etc.).

Ces solutions sont un résultat direct de la situation monétaire actuelle. Malheureusement et indépendamment de la forme retenue pour le fonds, elles 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.

³ Cf. le postulat 15.3017 du conseiller aux États Konrad Graber. Le PS suisse a par ailleurs suggéré de financer un fonds souverain avec le produit d'une taxe sur les transactions financières. Cette idée est toutefois indépendante du contexte monétaire.

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.

Fonds souverains à l'étranger : des 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 de compensation de l'AVS, la Suisse en possède d'ailleurs un d'une certaine manière. Ces engagements publics sur le front des investissements servent cependant en premier lieu à lisser les revenus des assurances sociales et autres dépenses de l'État. Les institutions de prévoyance vieillesse notamment (comme l'AVS) sont souvent alimentées par les cotisations prélevées sur les salaires et donc soumises aux fluctuations conjoncturelles. La création d'un fonds pour gérer les excédents peut alors s'avérer judicieuse.

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, par exemple Singapore Airlines. Le portefeuille du fonds est donc constitué d'actifs réels⁵. Les engagements financiers de Temasek n'ont cessé d'augmenter et la fortune globale sous gestion se chiffre aujourd'hui à 266 milliards de dollars de Singapour (env. 185 milliards de francs suisses), ce qui représente près de 63% du PIB singapourien. 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. 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 connaît pas de banque centrale indépendante comme la plupart des pays occidentaux et surtout aussi 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, ne peut se passer d'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

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.

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.

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 836 milliards 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 fonds souverain norvégien s'inscrit aussi dans une optique d'autodiscipline.

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 un produit escompté de l'impôt de 4 % est, chaque année, 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 s'avère ainsi que les fonds souverains étrangers n'offrent guère de comparaison pour les idées propagées en Suisse en faveur d'un tel établissement. Sur les pages suivantes, nous allons néanmoins entrer dans le détail des problèmes au regard d'un fonds souverain suisse.

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.

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

Un fonds souverain nuit 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.

Dans la mesure où un fonds souverain auprès de la Banque nationale serait régi par des règles (politiques, quelles qu'elles soient) d'investissement, sa création entraînerait de fait une ingérence dans la politique de placement et, partant, dans 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.

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

Environ 17 % des réserves de devises de la BNS sont actuellement placées en actions et 72 % en obligations d'État⁶. Cette stratégie d'allocation de la BNS (part d'actions relativement basse 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 subsidiaire.

⁶ État au 30.6.2015 (source : rapport trimestriel de la BNS)

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 (propre aux 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 d'actions étrangères relativement basse 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 avoir différents avis sur les 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 a plus généralement 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. La figure 3, qui compare le rendement trimestriel des marchés des actions européens et la variation relative du cours de change CHF/EUR⁷, illustre cette corrélation. 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 (ces dernières ayant un comportement anticyclique)⁸.

⁷ La corrélation entre les deux séries chronologiques est forte : sur la période allant de janvier 2003 à septembre 2011 (introduction du cours plancher de l'euro), le coefficient de corrélation se monte à 0,34 (calcul sur la base des rendements mensuels).

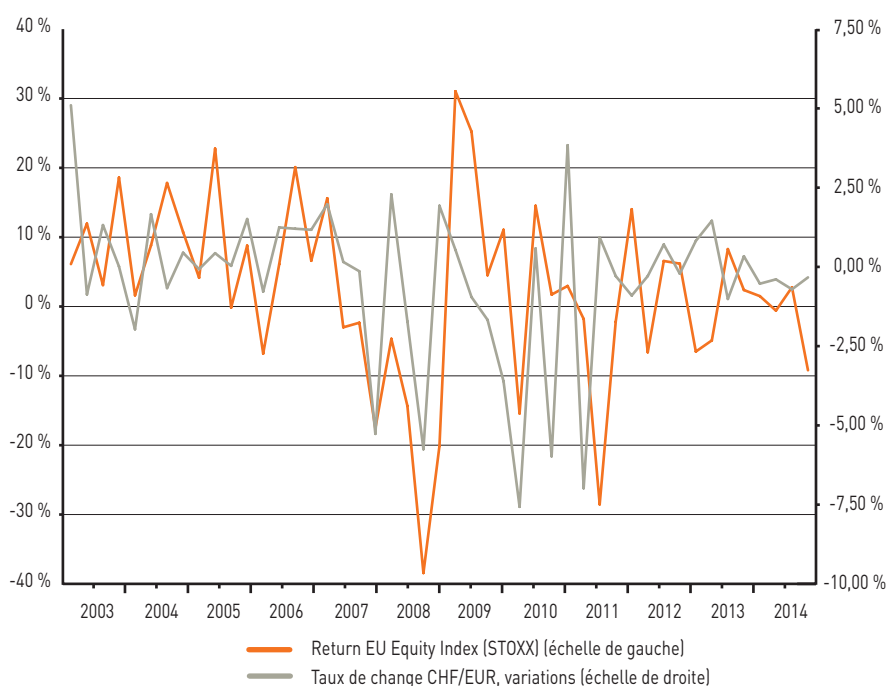
⁸ À ce sujet, cf. Zurbrügg, F. (2014). *Possibilités et limites de la politique de placement de la BNS*. Exposé présenté lors de l'apéritif « Marché monétaire » de la BNS du 27.3. 2014. Zurich : BNS

Figure 3

► Il y a une corrélation indubitable entre le rendement des actions et les variations du taux de change.

Rendement d'actions européennes et variation du taux de change CHF/EUR

Données trimestrielles d'avril 2003 à décembre 2014



Source : Macrobond

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-monnaie⁹. 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 réduit la valeur de ceux qui sont déjà en circulation – car la profusion de toute chose en réduit la valeur. En affaiblissant le franc suisse, la BNS produit de l'inflation : le montant nominal nécessaire à l'acquisition d'un bien déterminé augmente. Il ne s'agit toutefois pas d'une inflation classique, car elle entraîne un renchérissement non pas des prix à la consommation mais des valeurs patrimoniales. La catégorie pénalisée est donc celle des épargnants, l'inflation qu'ils subissent

⁹ Cf. Föllmi, R. (2015). *Unvereinbar mit dem Auftrag der Nationalbank*. Tribune dans la « Neue Zürcher Zeitung » du 3.8.2015, p. 15

agissant comme une sorte de taxe. 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 35% du PIB. Ce taux modeste 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.

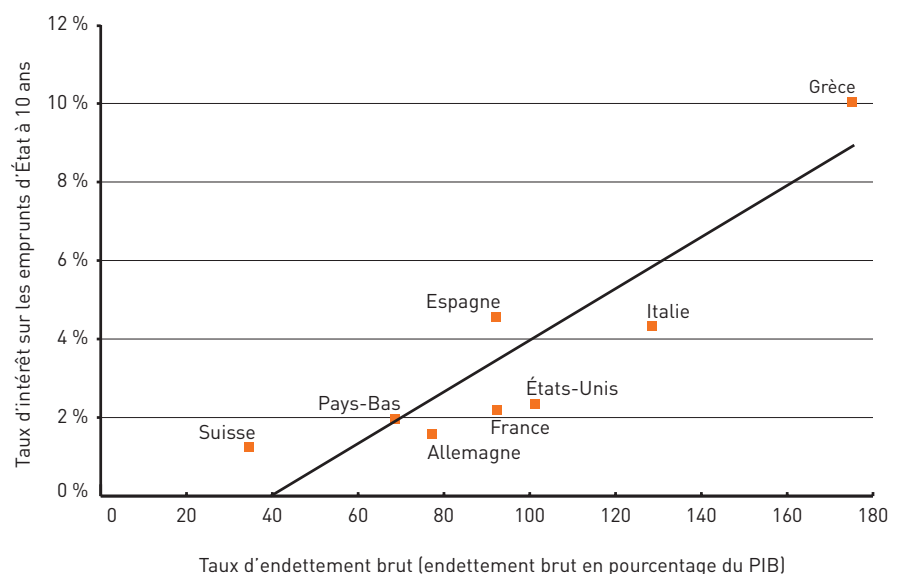
Toutefois, cette description des mécanismes du marché est statique. En réalité, la bonne notation des titres de créances fédérales – et le bas niveau des intérêts qui en résulte – reflète l'attente des investisseurs que la Suisse maintienne son cap en matière de politique financière. Si la dette venait à augmenter fortement, une hausse des intérêts serait inéluctable¹⁰ (la création d'un fonds souverain doté de quelque 100 milliards de francs – un ordre de grandeur évoqué fréquemment – aurait pour effet de porter le taux d'endettement de la Suisse à plus de 50%). 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. Ces considérations ne sont pas que de la pure théorie : la figure 4 montre qu'il existe une corrélation entre le taux d'endettement des États et leur charge d'intérêts.

Figure 4

► Un État contractant de nouvelles dettes paiera des intérêts d'autant plus élevés qu'il est déjà endetté.

Taux d'endettement et taux d'intérêt

Données moyennes pour 2013



Source : Eurostat, OFS, FED

¹⁰ Les intérêts représentent les frais que le débiteur doit au créancier. Si la notation financière du débiteur se péjore, le créancier demandera des garanties plus importantes et donc des primes plus élevées.

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

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

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.

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'il soient « axés sur l'avenir », qu'ils contribuent à la création de places d'apprentissage, etc. On pourrait encore allonger la liste à l'envi. 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.

Il est normal que la perspective de réaliser des bénéfices en profitant des taux d'intérêt momentanément négatifs séduise. Grâce aux taux d'intérêt négatifs, la Confédération pourrait réaliser un bénéfice en parquant simplement de l'argent emprunté auprès de la BNS plutôt que d'acquérir des actions, des obligations, etc. Mais cette pratique saperait la politique monétaire de la BNS. Car en exploitant le privilège d'être libérée par la BNS de l'obligation d'acquitter des intérêts négatifs, la Confédération permettrait indirectement à d'autres investisseurs ne jouissant pas de ce privilège d'esquiver également les intérêts négatifs. Cela ne serait pas dans l'intérêt du pays et provoquerait probablement une nouvelle appréciation du franc suisse en raison des « opportunités d'investissement améliorées » dans les titres de créance émis par la Confédération¹¹.

Évaluation du rapport coût-utilité des projets d'infrastructures

Compte tenu de la possibilité d'emprunter à des conditions favorables, on est finalement aussi tenté, du côté politique, de tirer parti de la situation et de réaliser à bon compte des projets d'infrastructures publiques. En effet, l'intérêt de la dette constitue un facteur de coût significatif pour les grands ouvrages, dans la mesure où ceux-ci doivent fréquemment être préfinancés. Certains projets peuvent donc paraître financièrement plus attrayants aujourd'hui qu'ils ne le seraient dans un autre contexte d'évolution des taux. Mais si les intérêts de la dette sont avantageux, l'emprunt devra néanmoins tôt ou tard être remboursé (ce qui signifie que le contribuable devra assumer la dépense), car il est notoire que les infrastructures ne dégagent généralement pas de rendement immédiat.

¹¹ Mais il est évidemment possible que la BNS prenne des mesures pour empêcher la réalisation de ce scénario.

À ce stade, l'on pourrait opposer qu'une infrastructure de qualité permet d'améliorer la capacité fiscale de l'économie dans son ensemble et donc d'équilibrer les coûts. C'est certainement vrai, mais cette réflexion devrait jouer un rôle décisif dans l'évaluation des projets d'infrastructures indépendamment de l'évolution des taux d'intérêt. Dans la pratique, d'autres critères politiques comptent tout autant. De plus, les coûts induits par le volume d'investissement sont déterminants, alors que l'intérêt de la dette n'intervient qu'à titre secondaire dans la pesée. Le bas niveau actuel des taux d'intérêt ne doit donc pas être compris comme un blanc-seing pour des réalisations utopiques, déconnectées de la réalité politique et financière.

► Les nouvelles infrastructures génèrent toujours des coûts subséquents.

Enfin et surtout, n'oublions pas que l'entretien de ces infrastructures représente toujours un coût non négligeable qui grève à long terme le budget de l'État. Les frais d'entretien pèsent d'autant plus lourd qu'ils ne sont pas concernés par le bas niveau des taux d'intérêt.

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 par des 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 diversifié¹². 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. Même chose si les ressources sont utilisées pour des projets d'infrastructures. 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 arbitragistes¹³. 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.

¹² Contre 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.

¹³ Cf. Föllmi (2015)

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.

Tableaux 1 et 2

► Qu'un fonds souverain soit alimenté par les réserves de devises de la BNS ou par de nouvelles dettes: les désavantages dominent.

Les principaux arguments autour d'un éventuel fonds souverain

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

Objectif visé	Attentes	Réalité
Rendement accru des investissements de la BNS	<ul style="list-style-type: none"> - Une stratégie d'investissement optimisée accroît le gain. - Des investissements « stratégiques » améliorent les perspectives de rendement de la BNS et amènent des avantages économiques. 	<ul style="list-style-type: none"> - 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	<ul style="list-style-type: none"> - 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. 	<ul style="list-style-type: none"> - 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	<ul style="list-style-type: none"> - Une diminution du bilan de la BNS accroît la marge de manœuvre de la BNS en matière de politique monétaire. 	<ul style="list-style-type: none"> - 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	<ul style="list-style-type: none"> - 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. 	<ul style="list-style-type: none"> - 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	<ul style="list-style-type: none"> - 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). 	<ul style="list-style-type: none"> - 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	<ul style="list-style-type: none"> - Si, avec un tel fonds, la Confédération investit davantage à l'étranger qu'en Suisse, la valeur du franc baisse. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une liquidité accrue du marché tend plutôt à renforcer le franc¹⁴. - 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	<ul style="list-style-type: none"> - Il est possible de réaliser des projets d'infrastructure à bon compte. 	<ul style="list-style-type: none"> - 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.

Conclusion : la voie royale, c'est veiller à l'indépendance de la Banque nationale et à la durabilité de la politique budgétaire

Conséquence de la crise financière mondiale survenue voici quelques années et de la crise de l'euro qui ne s'arrange pas, le monde industrialisé – et avec lui la Suisse – se trouve dans une situation exceptionnelle en matière de politique monétaire. Parallèlement, la valeur extérieure réelle du franc suisse a atteint de nouveaux sommets en raison de la suppression de son taux plancher. Ces deux phénomènes nourrissent l'illusion que la Suisse, grâce aux réserves de devises de la BNS ou au bas niveau des intérêts de la dette, peut profiter de ressources financières presque gratuitement et sans risque. Pour certains, 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.

Mais tant les importantes réserves de devises de la Banque nationale que le bas niveau des intérêts de la dette de la Confédération ne sont pas 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 mécanisme du frein à l'endettement, notamment. Si la recette peut paraître ennuyeuse, l'expérience montre qu'elle est efficace.

Pour toute question :

maxim.wuersch@economiesuisse.ch

stefan.vannoni@economiesuisse.ch