



12 décembre 2016

Franc fort et taux d'intérêt bas: possibilités s'offrant à la Suisse

Rapport du Conseil fédéral en réponse au
postulat 15.3017

Table des matières

1	Résumé 3	
2	Mandat et structure du rapport.....	4
3	Taux d'intérêt bas, franc fort et situation économique.....	5
4	Possibilités d'action de la Confédération.....	9
4.1	Est-il nécessaire d'effectuer des investissements réels?.....	9
4.1.1	Transports publics.....	9
4.1.2	Circulation routière.....	10
4.1.3	Stratégie énergétique 2050.....	11
4.1.4	Télécommunications.....	12
4.1.5	Fonds destiné aux jeunes entreprises.....	13
4.1.6	Formation, recherche et innovation: mesures prises ces dix dernières années.....	14
4.1.7	Partenariat public-privé.....	15
4.1.8	Besoin d'investissements réels: conclusion.....	16
4.2	La Confédération doit-elle profiter des taux d'intérêt bas pour s'endetter davantage?.....	16
4.3	Faut-il refinancer la dette de la Confédération?.....	18
4.4	La Confédération doit-elle créer un fonds souverain?.....	19
4.4.1	Objectif et structure des fonds souverains.....	20
4.4.2	Un fonds souverain pour la Suisse.....	22
4.4.3	Évaluation sous l'angle du droit financier.....	26
5	Possibilités d'action de la BNS.....	28
5.1	La BNS doit-elle modifier sa politique de placement?.....	28
5.2	La BNS doit-elle gérer séparément une partie des réserves de devises?.....	29
5.3	Faut-il mettre fin au statu quo?.....	31
6	Conclusions.....	32
	Bibliographie.....	35
	Table des abréviations.....	37
	Documentation.....	38
	Aperçu des mandats d'examen.....	38
	Le postulat 15.3017.....	38

1 Résumé

En raison du bas niveau des taux d'intérêt et de l'appréciation du franc, le public demande à ce que soient prises des mesures monétaires et fiscales. Tandis que la politique monétaire relève de la compétence de la Banque nationale suisse (BNS), une politique fiscale active ne peut avoir que des effets limités dans une petite économie ouverte comme celle de la Suisse. Les taux d'intérêt bas offrent néanmoins une occasion unique aux pouvoirs publics. La Confédération profite des conditions monétaires actuelles pour optimiser sa situation financière et son niveau d'endettement. Elle rejette cependant pour le moment l'idée d'accroître sa dette pour tirer avantage des taux d'intérêt bas, tout comme celle de créer un fonds souverain. Quant aux réserves de devises de la BNS, elles sont le résultat de sa politique monétaire. De l'avis du Conseil fédéral, une gestion de ces réserves visant à accroître le rendement mettrait cette politique en danger.

Les opérations menées pour atténuer l'appréciation du franc ont fait fortement augmenter les réserves monétaires de la BNS. Entre 2006 et 2015, celles-ci sont passées de 14 % à 94 % du produit intérieur brut.¹ La croissance économique a par ailleurs fléchi en 2015 sous l'effet de l'abolition, en janvier 2015, du cours plancher entre le franc et l'euro.

Le faible niveau des taux d'intérêt et le grand volume des réserves de devises de la BNS ont lancé un débat public sur les moyens d'utiliser, pour le bien de la Suisse, les conditions de crédit favorables et le patrimoine de la BNS, celui-ci faisant partie intégrante du patrimoine de la Confédération. C'est également l'objet du postulat 15.3017 déposé par le conseiller aux États Konrad Graber. Accepté par le Conseil des États, ce postulat invite le Conseil fédéral à examiner les possibilités qui pourraient contribuer à améliorer les sombres perspectives de l'économie suisse.

Le présent rapport donne un aperçu des possibilités envisageables au vu des conditions de crédit favorables:

- consentir des investissements réels dans les transports publics, le réseau routier, l'infrastructure énergétique et les télécommunications;
- soutenir de jeunes entreprises et renforcer la promotion de la recherche et du développement;
- s'engager dans des partenariats public-privé, opérer des investissements de portefeuille pour diversifier le patrimoine national, accroître l'endettement;
- créer un fonds souverain et prévoir une gestion séparée des réserves de devises de la BNS.

L'étude des différents projets n'a pas révélé de lacune à combler dans les investissements prévus, car les instruments de financement existants suffisent à couvrir les besoins identifiés.

Le retour à une politique visant un financement de la dette conduirait à augmenter la dette, hausse qui devrait par la suite être refinancée à des taux plus élevés. Or un accroissement de la dette contrevient au principe du frein à l'endettement et exigerait une modification de la Constitution.

¹ Cf. BNS (2015); SECO (2015).

La création d'un fonds souverain de la Confédération augmenterait l'endettement de celle-ci et serait donc en contradiction avec le frein à l'endettement. En instaurant un fonds souverain visant à affaiblir le franc suisse par l'accroissement des investissements financiers à l'étranger, la Confédération reprendrait à son compte les risques de change, ce qui n'est pas souhaitable. La Confédération devrait en outre coordonner ses activités d'investissement avec la BNS, puisqu'elle pourrait influencer les taux de change et porter dès lors directement atteinte à l'indépendance de la BNS. Cette dernière gère ses réserves de devises de manière équilibrée en obéissant à des critères de sécurité, de liquidité et de rendement.

En conséquence, il convient à l'heure actuelle de préférer le statu quo aux possibilités examinées. Quant aux finances fédérales, elles profitent d'ores et déjà des taux d'intérêt bas.

Le niveau des réserves monétaires, et donc le volume du « fonds souverain implicite » auprès de la BNS, a fortement augmenté ces dernières années. Cette évolution accroît le potentiel de rendement à moyen terme du bilan de la BNS, mais engendre également une plus grande volatilité, qui amplifie certes les chances de gains, mais aussi les risques de pertes. Au cours de la même période, le niveau du capital propre de la BNS n'a pas évolué au même rythme que son bilan. Si la BNS devait enregistrer des pertes, des voix pourraient s'élever pour exiger qu'elle les limite en recourant à des mesures de politique monétaire. Or de telles mesures saperaient à nouveau l'indépendance de la BNS. Voilà pourquoi la stabilisation de la distribution du bénéfice protège la BNS contre des exigences accrues.

2 Mandat et structure du rapport

Le présent rapport répond au postulat Konrad Graber « Perspectives d'avenir de la Suisse » (15.3017). Face à de sombres perspectives pour notre pays, ce postulat invite le Conseil fédéral à examiner « les possibilités de s'engager résolument vers l'avenir ». À cet effet, il suggère d'étudier les opportunités que la surévaluation du franc et le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt offrent actuellement pour améliorer les perspectives économiques de la Suisse.

Cet examen devrait en particulier comprendre les points suivants:

- description de la proposition, y compris la structure ou l'organisation requise, les interfaces avec les initiatives existantes et le degré d'influence de la politique;
- type et portée de l'engagement de la Confédération (compte tenu du frein à l'endettement) ou de la BNS (compte tenu de son indépendance et de la politique monétaire);
- place attribuée dans notre système politique;
- type et portée de l'engagement du secteur privé;
- impératifs d'ordre législatif;
- faisabilité et horizon temporel de la mise en œuvre.

L'examen doit se conclure par une recommandation. Le texte du postulat est reproduit en annexe.

Le rapport se subdivise comme suit: le chapitre 3 décrit le contexte actuel de la politique monétaire, qui a motivé le dépôt du postulat. L'examen des questions soulevées par le postulat commence au chapitre 4, qui analyse les possibilités s'offrant à la Confédération. Dans sa première

partie, ce chapitre se penche sur le besoin de ressources supplémentaires pour financer des investissements publics et envisage en particulier des investissements dans les infrastructures, la formation et la recherche.

La deuxième partie du chapitre 4 est consacrée aux diverses possibilités offertes par le faible niveau des taux d'intérêt. Elles comprennent l'accroissement de l'endettement public, le refinancement de la dette de la Confédération et, plus spécialement, la création d'un fonds souverain par la Confédération (ch. 4.4). Outre le but et la structure de fonds souverains (existants), cette partie décrit et évalue, en guise de conclusion, les besoins de financement ainsi que les possibles modèles de financement.

Le chapitre 5 se penche plus particulièrement sur la marge de manœuvre de la BNS. Il examine si la BNS devrait modifier sa politique de placement ou instaurer le cas échéant son propre fonds souverain. Pour évaluer ces possibilités, le chapitre tient également compte du rendement potentiel actuel de la BNS, afin de faciliter une comparaison avec la situation initiale.

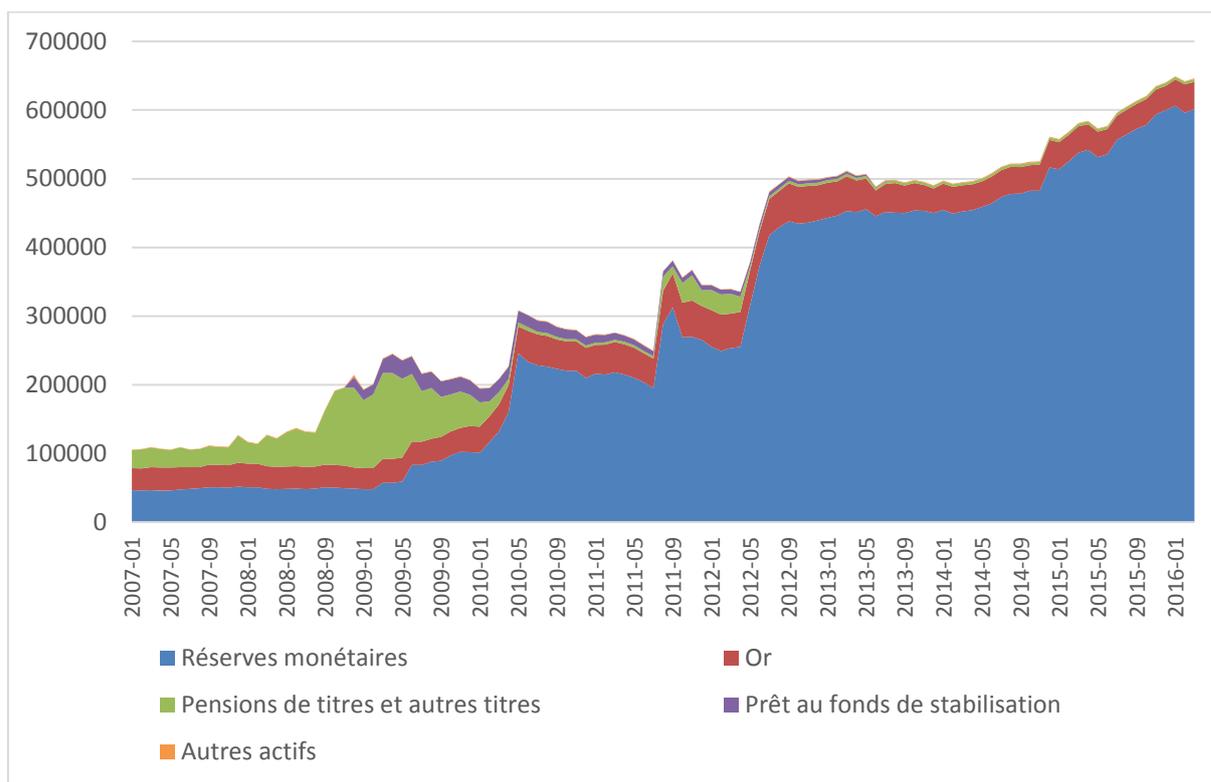
Le chapitre 6 répond aux questions du postulat et formule une recommandation.

3 Taux d'intérêt bas, franc fort et situation économique

Avec la faible croissance enregistrée à l'étranger, la valeur extérieure élevée du franc est la principale cause de la morosité conjoncturelle qui règne actuellement en Suisse. Après l'abolition du cours plancher (entre l'euro et le franc suisse), la croissance de l'économie nationale a connu un net fléchissement.²

² Selon le Credit Suisse, la performance économique a été de 13 milliards inférieure en 2015 que si le cours plancher avait été maintenu. L'établissement bancaire en conclut que l'économie suisse a perdu jusqu'à 13 000 emplois, surtout dans l'industrie. Cf. *Moniteur Suisse*, Credit Suisse, 2^e trimestre 2016 (11 juillet 2016).

Figure 1: Actifs de la BNS depuis 2007 (en millions de francs)



Réserves monétaires: placements de devises, position de réserve au FMI, moyens de paiement internationaux, crédits d'aide monétaire

Or: or et créances résultant d'opérations sur or

Pensions de titres et autres titres: créances en francs suisses résultant de pensions de titres, créances en dollars des États-Unis résultant de pensions de titres, avoirs résultant de swaps devises contre francs suisses, créances à court terme sur débiteurs suisses, prêts gagés, créances sur les correspondants en Suisse, titres en francs suisses

Prêt au fonds de stabilisation: prêt au fonds de stabilisation

Source: Banque nationale suisse

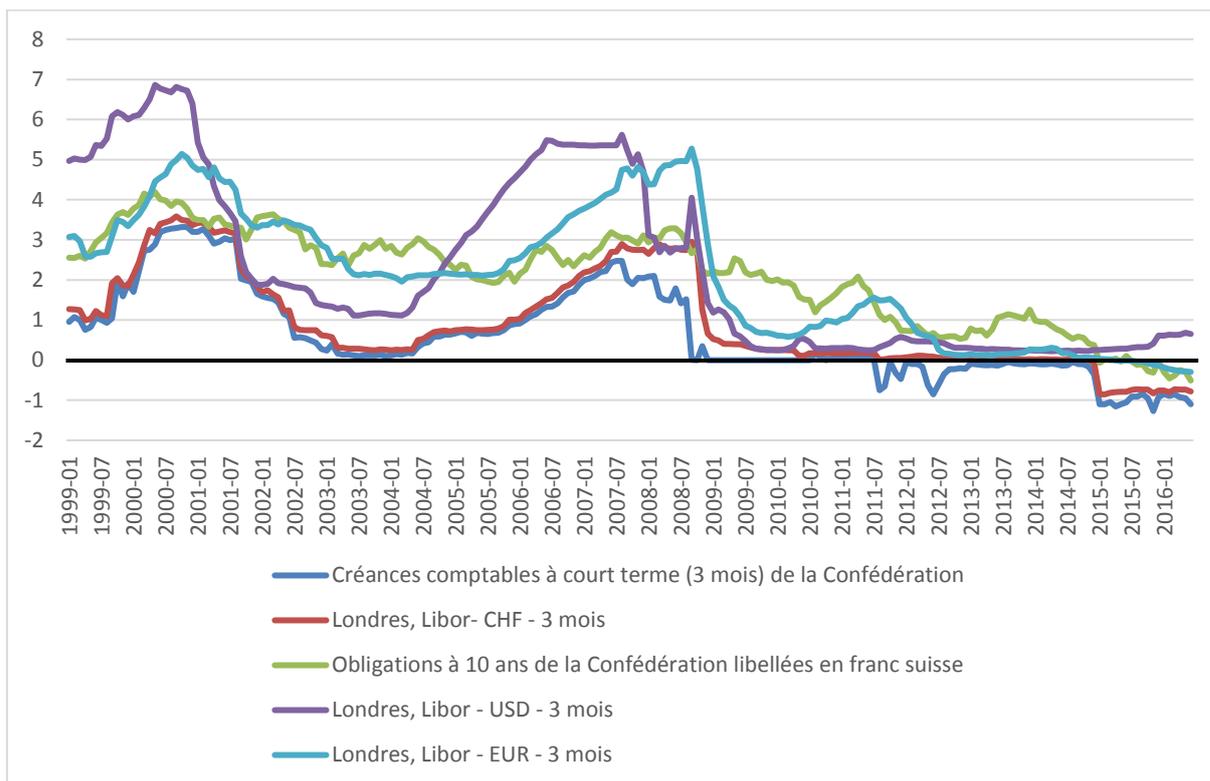
Cette évolution conjoncturelle appelle une réaction politique. Pour être appropriée, celle-ci doit toutefois se fonder sur une analyse correcte de la force du franc.

Diverses raisons ont été avancées pour expliquer l'appréciation du franc. Parmi les principales, mentionnons l'effet de monnaie refuge (qui pousse les investisseurs suisses et étrangers à placer leur argent en francs suisses pour se prémunir de l'insécurité conjoncturelle) ainsi que le taux élevé de l'épargne suisse. Depuis 2010, le traditionnel excédent d'épargne de la Suisse est de plus en plus souvent investi dans le pays même (Auer, 2015), une préférence qui accroît également la tendance à l'appréciation du franc.

C'est surtout par rapport à l'euro que la valeur extérieure élevée du franc revêt de l'importance. Pour empêcher le franc de s'apprécier encore, la BNS intervient au besoin sur le marché des devises (en achetant des euros et des dollars). Le 22 janvier 2015, la BNS a de plus introduit des taux d'intérêt négatifs sur les dépôts à vue placés chez elle. Les interventions qu'elle a opérées depuis 2009 sur le marché des devises ont conduit à une nette hausse de ses réserves monétaires (cf. figure 1). En 2010 en particulier, la BNS est intervenue à plusieurs reprises sur ce marché, afin d'éviter une appréciation trop rapide du franc et d'atténuer ainsi les risques de spirale déflationniste qu'elle engendre.

Durant l'été 2011, la BNS a également dû opérer d'importantes interventions. Début septembre, elle a introduit le taux plancher de 1,20 pour le franc par rapport à l'euro. En 2012 puis à partir de fin 2014, la BNS est intervenue à plusieurs reprises pour maintenir ce taux. Même depuis l'abolition du cours plancher, au début de 2015, la BNS est restée active sur le marché des devises pour empêcher une appréciation excessive du franc. L'évolution du volume de ces réserves de devises dépendra du cadre monétaire futur et des décisions que la BNS prendra en matière de politique monétaire.

Figure 2: Taux d'intérêt en Suisse et à l'étranger depuis 1999 (en pour cent)

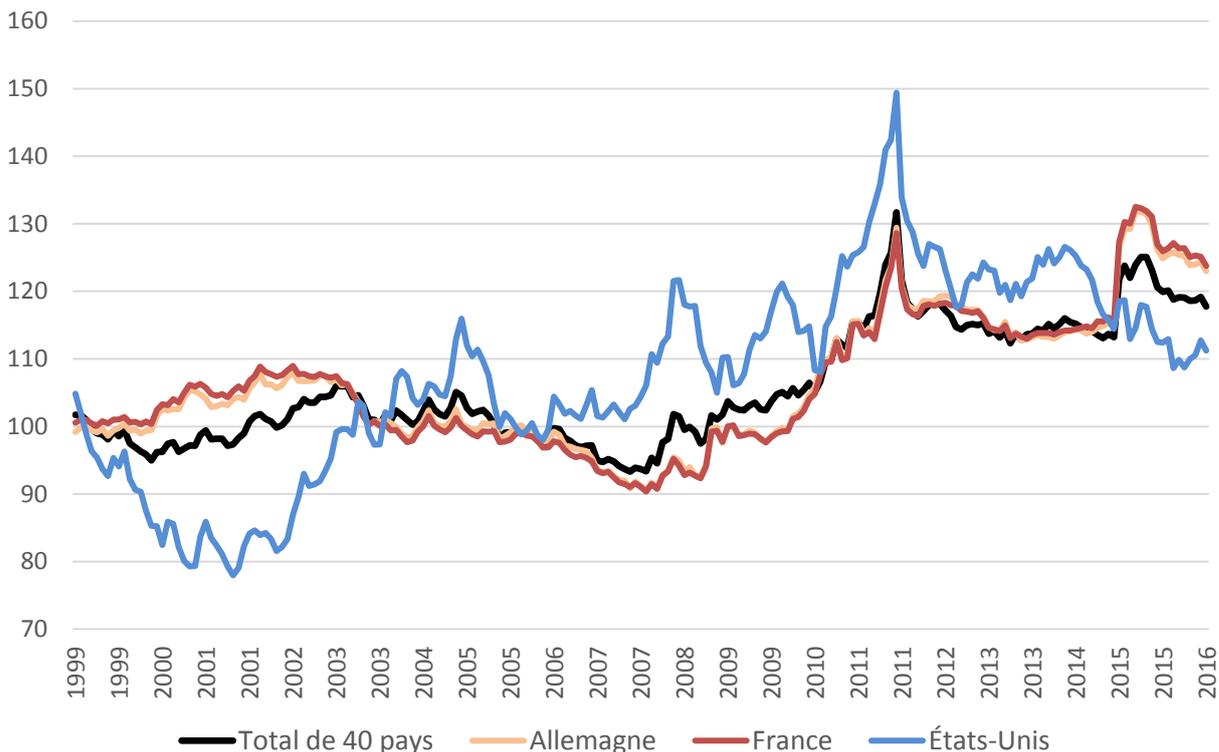


Source: Banque nationale suisse

Depuis l'abolition du cours plancher du franc face à l'euro, la politique des taux négatifs constitue, aux côtés des interventions sur le marché des devises, le principal instrument de politique monétaire à disposition de la BNS. Des taux d'intérêt bas permettent de maintenir une différence de taux par rapport à l'euro. Cet écart réduit l'attrait du franc par rapport à l'euro, mais aussi par rapport à d'autres devises, et réduit la pression qui tend à apprécier le franc suisse. Les taux d'intérêt négatifs ont ainsi pour objectif de stabiliser la conjoncture et de permettre au renchérissement de retrouver des valeurs positives.

Au niveau mondial, le contexte économique est également marqué par des taux d'intérêt bas (cf. figure 2). Ceux-ci reflètent notamment le fléchissement des perspectives du renchérissement et de la croissance. Ils sont par ailleurs l'expression des politiques monétaires expansionnistes que les banques centrales appliquent au plan international. Ces dernières années, le franc suisse s'est apprécié par rapport aux devises dans différents espaces monétaires. En conséquence, il est nettement surévalué sur le marché mondial, tant par rapport à l'euro, monnaie des principaux partenaires commerciaux de la Suisse, que face à d'autres devises (cf. figure 3).

Figure 3: Taux de change effectif du franc suisse depuis 1999 (indice: 2000-2009 = 100)



Source: Banque nationale suisse

Par conséquent, l'économie suisse traverse actuellement une phase d'adaptation, avec une évolution faible de l'emploi. La création de valeur est également à la peine, notamment dans l'industrie et dans nombre de branches exportatrices. De plus, rien ne permet de supposer à ce stade que la pression à la hausse sur le franc se relâchera rapidement. La BNS peut, en appliquant une politique monétaire appropriée, stabiliser l'évolution des prix et soutenir l'économie, afin d'éviter à l'économie suisse de subir d'autres dégâts. La Confédération peut de son côté améliorer les conditions-cadres économiques, la troisième réforme de l'imposition des entreprises constituant un exemple des mesures qu'elle prend dans ce domaine.

Dans le débat politique aussi, des voix s'élèvent fréquemment pour demander des mesures de politique fiscale. Compte tenu du niveau des taux d'intérêt, il paraît de prime abord très avantageux de procéder à des investissements publics. Des projets sont dès lors régulièrement avancés, en particulier depuis l'introduction du taux d'intérêt négatif, qui proposent à l'État de s'engager pour résoudre les problèmes économiques. Parmi ces projets, mentionnons par exemple de grands investissements dans les infrastructures (financés par des crédits), des partenariats public-privé, l'instauration d'un fonds souverain destiné à financer diverses idées dans le domaine de la prévoyance vieillesse, la promotion de la recherche, la formation, la création d'une banque d'investissement, des participations stratégiques et bien d'autres encore.

Pour être efficace, la politique budgétaire doit cependant contribuer réellement à éliminer les causes profondes de la situation et à corriger véritablement les déficits existants. Les chapitres ci-après sont donc consacrés à un examen détaillé de solutions de ce genre.

4 Possibilités d'action de la Confédération

Dans le débat sur la politique budgétaire, d'aucuns proposent souvent d'exploiter les taux d'intérêt favorables pour procéder à des investissements porteurs d'avenir et d'accroître l'endettement de la Confédération. Le présent chapitre détermine si un besoin d'investissements réels existe bel et bien. Il envisage ensuite s'il serait indiqué d'augmenter le taux d'endettement fédéral à des conditions avantageuses et de créer un fonds souverain.

4.1 Est-il nécessaire d'effectuer des investissements réels?

Le postulat Graber demande que soit examinée la création d'un fonds souverain destiné à financer des investissements réels. La présente section du rapport envisage de tels investissements. À cet effet, elle décrit brièvement la situation initiale dans le domaine d'investissement envisagé et analyse les activités de la Confédération avant de tirer une conclusion. L'évaluation porte sur le besoin de ressources supplémentaires et de financements séparés. La création d'un fonds souverain est traitée dans la section 4.4.

4.1.1 Transports publics

Situation initiale

Les dépenses de la Confédération allouées au groupe de tâches «Transports publics» se montent à 5,1 milliards de francs (cf. compte d'État 2015, tome 3). Elles se composent des dépenses consacrées au *développement des infrastructures ferroviaires*, des dépenses couvrant *l'exploitation et le maintien de la qualité de ces infrastructures* et des *indemnités d'exploitation* pour le trafic utilisant ces infrastructures. Jusqu'à fin 2015, les travaux d'extension des infrastructures (nouvelles transversales ferroviaires alpines, futur développement de l'infrastructure ferroviaire, raccordement au réseau à grande vitesse et assainissement phonique) ont été financés par le Fonds de financement des transports publics (FTP).

La mise en service de nouvelles infrastructures ferroviaires et la hausse de l'utilisation du réseau existant à cause de l'augmentation du trafic ont accru la nécessité d'entretenir et de renouveler l'infrastructure ferroviaire. Un besoin annuel supplémentaire de quelque 500 millions de francs par an est ainsi apparu, qui ne pouvait pas être couvert par le budget fédéral ordinaire. Les possibilités d'endettement du FTP étant de plus limitées, des ressources supplémentaires équivalant à quelque 500 autres millions de francs ont également dû être mises à disposition afin d'assurer l'extension du réseau ferroviaire.

Politique de la Confédération

Cette lacune d'un milliard de francs environ dans le financement a été comblée par le projet de financement et d'aménagement de l'infrastructure ferroviaire (FAIF), adopté le 9 février 2014 par le peuple et les cantons. Le fonds d'infrastructure ferroviaire (FIF), créé au 1^{er} janvier 2016, est alimenté par des ressources additionnelles, inscrites dans la Constitution fédérale. Grâce aux recettes supplémentaires (apport correspondant à 2 % des recettes de l'impôt fédéral direct, pour-mille additionnel de la taxe sur la valeur ajoutée, augmentation du montant provenant des ressources générales de la Confédération et des contributions des cantons), des moyens suffisants

sont mobilisés pour financer l'infrastructure ferroviaire. Un endettement supplémentaire n'est pas prévu à moyen terme. Cette solution permet même au FIF de rembourser l'avance accordée par la Confédération au FTP. De plus, le financement de toutes les dépenses consacrées à l'infrastructure ferroviaire à l'aide d'un seul fonds garantit l'application des mêmes conditions à l'exploitation et au maintien de l'infrastructure d'une part et à son extension d'autre part, l'exploitation et le maintien étant prioritaires conformément à la loi sur le fonds d'infrastructure ferroviaire.

Le financement de l'offre de transports ferroviaires s'avère plus compliqué. Les coûts non couverts d'offres en transport régional de voyageurs commandées conjointement par la Confédération et les cantons sont compensés au moyen d'indemnités cofinancées par les ressources fédérales générales. Or l'extension du réseau exerce une pression à l'augmentation des offres de transport sur les nouvelles infrastructures. La couverture des frais courants qui en découlent place les mandants face à des défis qu'ils prévoient de relever en redéfinissant les mécanismes des commandes dans le cadre du transport régional de voyageurs.

Évaluation

Ses sources de financement étant ancrées dans la Constitution fédérale, le FIF garantit une sécurité élevée au financement de l'infrastructure ferroviaire pour les décennies à venir, tant pour ce qui est de l'exploitation et du maintien que de l'extension du réseau. Le FAIF constitue ainsi une solution durable et conforme au frein à l'endettement. Le financement des investissements ne devrait dès lors pas occasionner de difficulté. Les seuls facteurs susceptibles d'imposer des limites à de futures extensions résident plutôt dans le manque de capacités de planification et dans les problèmes que pose la réalisation de travaux sans interrompre l'exploitation d'un réseau ferré très fréquenté.

La grande sécurité du financement pour ce qui est de l'extension de l'infrastructure entraîne cependant de nouveaux problèmes: le financement des offres supplémentaires de transports, en particulier dans le transport régional de voyageurs, n'est pas garanti. Bien qu'ils commandent ces offres de transports, la Confédération et les cantons ne seront guère en mesure d'indemniser tous les frais courants non couverts, car ceux-ci vont progresser. Il importe de trouver des solutions à ce problème et le Département de l'environnement, des transports, de l'énergie et de la communication (DETEC) a lancé les premiers travaux dans ce sens en 2015.

4.1.2 Circulation routière

Situation initiale

Comme prévu dans la Constitution, le financement de la circulation routière au niveau fédéral est assuré par des fonds affectés. Ceux-ci comprennent la moitié du produit de l'impôt sur les huiles minérales, la totalité de la surtaxe sur les huiles minérales et la redevance sur l'utilisation des routes nationales (env. 3,6 milliards de francs en 2015). Les tâches de la Confédération en matière de circulation routière comprennent en particulier *la construction, l'exploitation et l'entretien des routes nationales*. La Confédération verse en outre des *contributions* aux frais routiers des cantons, à des mesures visant à promouvoir le trafic de marchandises par le rail ainsi qu'à des projets routiers et ferroviaires dans les villes et les agglomérations.

Ce système de financement a dans l'ensemble fait ses preuves. Par le passé, la Suisse a ainsi disposé de moyens suffisants pour construire un réseau routier dense et de qualité. Ce n'est que depuis quelques années que la situation annonce des difficultés de financement pour les années à venir. Ces difficultés résultent du recul des recettes provenant de l'impôt sur les huiles minérales d'une part et de la hausse des dépenses d'autre part.

Politique de la Confédération

Le système actuel repose sur le principe que la construction d'infrastructures routières n'intervient que lorsque les ressources requises sont disponibles. Ce principe devrait continuer à s'appliquer à l'avenir. Le Parlement a donc adopté le projet qui prévoit la création d'un fonds pour les routes nationales et le trafic d'agglomération (FORTA), qui est illimité dans le temps et ancré dans la Constitution. Ce fonds sera alimenté par le produit de la surtaxe sur les huiles minérales ainsi que de la redevance sur l'utilisation des routes nationales et, désormais, par l'impôt sur les véhicules automobiles. Une hausse modérée de la surtaxe sur les huiles minérales, l'affectation supplémentaire de 10 % en général de l'impôt sur les huiles minérales et l'affectation mentionnée de l'impôt sur les véhicules automobiles devraient éviter d'éventuelles difficultés de financement.

Les autres tâches relevant de la circulation routière restent financées par des ressources affectées provenant de l'impôt sur les huiles minérales et figurent toujours dans le budget ordinaire. Elles peuvent au besoin être financées par une partie du produit de l'impôt sur les véhicules automobiles, normalement affecté au FORTA.

Évaluation

Grâce au projet FORTA, jusqu'à 900 millions de francs supplémentaires seront mis à disposition chaque année pour la circulation routière (votation populaire du 12 février 2017 sur la modification de la Constitution). L'affectation des recettes au niveau de la Constitution et la possibilité de les adapter aux dépenses permettent d'assurer une grande sécurité du financement de l'infrastructure routière à l'aide d'une solution similaire à celle qui est appliquée à l'infrastructure ferroviaire. Les problèmes de financement actuels dans le domaine des routes nationales sont ainsi résolus pour un avenir prévisible. Ces possibilités de financement sont appropriées: à l'avenir, la réalisation de travaux d'infrastructure dans le domaine routier sera plutôt entravée par des difficultés relevant de la procédure (conditions imposées, oppositions, etc.) que par des problèmes techniques ou financiers. Aucun investissement supplémentaire ne s'avère donc nécessaire dans ce domaine.

4.1.3 Stratégie énergétique 2050

Situation initiale

Pour abandonner le nucléaire, comme prévu par le Conseil fédéral et le Parlement, et réaliser ses objectifs climatiques, la Suisse devra restructurer complètement son système énergétique (cf. loi sur l'énergie; RS 730.0). Il importera ainsi de remplacer la *production énergétique* des centrales nucléaires existantes par des énergies renouvelables et réduire la dépendance à l'égard des agents énergétiques fossiles. Dans le même temps, il faudra étendre le *réseau électrique* et l'adapter à l'évolution de la situation. Ces tâches incombent en priorité aux entreprises de la branche énergétique. La Confédération et les cantons veillent toutefois à instaurer un cadre étatique approprié afin de permettre à ces entreprises de s'acquitter au mieux de leurs tâches dans l'intérêt général.

Politique de la Confédération

Depuis le début du siècle, la Confédération et les cantons ont pris diverses mesures afin d'encourager la restructuration requise de la branche énergétique en Suisse. Leur application devrait s'intensifier au cours des années à venir dans le cadre du premier train de mesures de la Stratégie énergétique 2050. La principale de ces mesures consiste en une extension, limitée dans le temps, de la rétribution à prix coûtant du courant injecté. Cette rétribution sera à l'avenir financée par le fonds du supplément sur les coûts de transport de l'électricité, administré par la Confédération. Il est prévu de porter ce supplément à 2,3 centimes par kilowattheure au maximum, de sorte que la Suisse disposera d'environ 1,1 milliard de francs chaque année pour promouvoir les énergies renouvelables. Dans le cadre du programme Bâtiments, la Confédération soutient par ailleurs des mesures destinées à réduire les émissions de CO₂ des bâtiments. Selon le premier train de mesures de la Stratégie énergétique 2050, la Confédération mettra à l'avenir environ 450 millions de francs par année au maximum à la disposition de ce programme. Le deuxième train de mesures de la Stratégie énergétique 2050 prévoit ensuite de démanteler progressivement ces différentes mesures pour les remplacer par un système incitatif (taxe climatique et taxe sur l'électricité).

La construction et le développement du réseau électrique suisse incombent en priorité aux gestionnaires de réseau, le réseau de transport étant exploité par Swissgrid SA. Au cours des années à venir, des investissements considérables devront être consentis dans l'infrastructure afin d'assurer la transformation et l'extension des réseaux électriques. On peut toutefois supposer que les gestionnaires de réseau pourront financer ces investissements sur le marché des capitaux.

Évaluation

Au cours des délibérations portant sur la Stratégie énergétique 2050, le Conseil fédéral et le Parlement ont soumis l'organisation et le financement de la branche énergétique suisse à un examen approfondi. Dans ce cadre, ils ont en principe décidé de conserver la répartition actuelle des compétences et rejeté l'idée que Confédération et cantons s'engagent davantage dans ce secteur. En l'état, il n'est donc pas prévu de soutenir davantage le financement des centrales électriques et du réseau de transport au-delà de ce qui est prévu dans la Stratégie énergétique 2050. À partir de 2021, les instruments de promotion des énergies renouvelables et les mesures d'assainissement des bâtiments devraient progressivement être remplacés par un système incitatif.

4.1.4 Télécommunications

Situation initiale

Comparée à d'autres pays, la Suisse possède des *réseaux de télécommunications* extrêmement bien développés, tant pour ce qui est des raccordements à large bande que des raccordements mobiles de dernière génération. Le déploiement de l'infrastructure de télécommunication évolue de manière dynamique selon les exigences du marché. La concurrence joue dans ce domaine un rôle essentiel en contribuant à la création de réseaux toujours plus performants. Le développement de l'infrastructure intervient ainsi sans ressources publiques. Les entreprises de télécommunications, les exploitants de réseaux câblés et les entreprises électriques investissent chaque année des milliards pour déployer et moderniser l'infrastructure du réseau.

Politique de la Confédération

En adoptant une réglementation appropriée, la Confédération stimule la concurrence infrastructurelle, qui incite les acteurs privés à consentir des investissements élevés dans ce secteur.³ La réglementation de l'accès, ancrée dans la loi sur les télécommunications, a pour objectif de stimuler la concurrence sur le marché de détail tout en favorisant le déploiement de nouvelles infrastructures. La réglementation du marché des télécommunications a dans l'ensemble fait ses preuves. La modification de la loi sur les télécommunications, soumise à une procédure de consultation en décembre 2015 par le Conseil fédéral, ne prévoit dès lors que des adaptations ponctuelles de cette réglementation.

Évaluation

Compte tenu de la situation actuelle sur ce marché et des investissements privés qu'elle suscite dans l'infrastructure, aucune mesure de promotion particulière ne s'impose de la part de l'État. Ce constat vaut également pour le *service universel en matière de services de télécommunication* dans les régions rurales, qui a jusqu'ici pu être assuré sans indemnisation par la concessionnaire de service universel qu'est Swisscom.

4.1.5 Fonds destiné aux jeunes entreprises

Situation initiale

Selon les statistiques de l'OCDE, la Suisse se situe à la pointe du progrès par le nombre de ses demandes de brevets. D'où le nombre élevé de jeunes entreprises en Suisse. Comme leurs modèles commerciaux innovants et de grande valeur technologique revêtent une importance cruciale pour l'avenir de la place économique suisse, la Confédération accorde une attention particulière à la promotion de ces entreprises, également appelées « *start-up* ». Dans l'ensemble, la Confédération estime que ces jeunes pousses bénéficient de conditions favorables en Suisse. Elles jouissent en effet de faibles taux d'imposition, d'un accès aisé au capital-risque international et d'un bon réservoir de main-d'œuvre qualifiée. La Confédération reconnaît également que ces entreprises doivent faire face à des problèmes structurels, qui résultent du fait que leur valeur est estimée sur la base de la valeur vénale et de problèmes de liquidités classiques (« traversée du désert ») durant la phase de croissance. Une possibilité d'utiliser les réserves de devises dans ce domaine consisterait à alimenter un fonds destiné aux jeunes entreprises.

Politique de la Confédération

La Suisse possède déjà diverses structures, tant privées que publiques, pour promouvoir les start-ups, dont la principale difficulté réside dans le financement de la « traversée du désert ». Afin d'améliorer les conditions de financement de ces entreprises, le Conseil fédéral a souligné, le 20 avril 2016, que l'ordonnance sur les banques est susceptible d'être interprétée de manière à autoriser les entreprises actives dans les technologies financières à mener des opérations de financement participatif (*crowdfunding*), même si elles ne possèdent pas de licence bancaire. Cette interprétation élargit les possibilités de financement des jeunes entreprises. Celles-ci ont par ailleurs accès aux marchés financiers national et international, tous deux bien développés et suffisamment liquides. Dans sa politique de promotion, la Confédération s'attache donc en priorité à

³ Cf. à ce sujet le Rapport 2014 sur les télécommunications (Conseil fédéral, 2014).

améliorer d'autres conditions-cadres. Elle entretient ainsi des contacts avec les cantons afin d'appliquer le principe de la valeur intrinsèque lors de la taxation fiscale de la fortune. Dans le cadre de la troisième réforme de l'imposition des entreprises, les jeunes pousses auraient, selon les circonstances, la possibilité de déduire les intérêts versés sur les excédents de fonds propres.

Évaluation

Selon la Confédération, l'alimentation d'un fonds national destiné aux start-ups afin d'assurer leur promotion n'apporterait aucun avantage par rapport aux possibilités qu'offre actuellement le financement privé. La Confédération salue toute initiative visant à créer de tels fonds, car elle sait que les investisseurs suisses et étrangers disposent de suffisamment de fonds à cet effet et qu'ils sont à la recherche de placements rentables. Compte tenu de cette situation et des initiatives de promotion existantes, elle ne juge pas nécessaire d'instaurer son propre fonds afin d'améliorer les options de financement des jeunes entreprises. La Confédération préfère donc s'attacher à optimiser les conditions-cadres dans le domaine fiscal et réglementaire. Ce sujet sera traité plus en détail dans le rapport du Conseil fédéral en réponse au postulat Derder (13.4237).

4.1.6 Formation, recherche et innovation: mesures prises ces dix dernières années

Situation initiale

En matière de formation, de recherche et d'innovation, la Confédération a pour tâche de piloter et de financer le domaine des écoles polytechniques fédérales (EPF), de réglementer la formation professionnelle et de participer au financement des hautes écoles et des universités. La Confédération soutient les cantons dans le domaine des bourses. Elle encourage la recherche et l'innovation et promeut la coopération internationale en matière de formation, de recherche et d'innovation.

Politique de la Confédération

La Confédération a dépensé 7 milliards de francs en 2014 pour le groupe de tâches formation et recherche. Ce groupe constitue l'un des domaines les plus importants dans ses dépenses totales, puisqu'il en représentait 9,43 % en 2008 et que sa part avoisinait même 11 % en 2014. La Confédération a décidé de faire du domaine formation et recherche l'une de ses priorités, tout en tenant compte de la situation des finances fédérales depuis le message FRI 2004 à 2007. Les crédits du message FRI et ceux qui sont dédiés aux programmes-cadres européens de recherche constituent environ 90 % des crédits de ce groupe de tâches.

En pratique, la priorisation de ce domaine se concrétise en concédant aux crédits FRI un taux de croissance supérieur à la moyenne, de l'ordre de 4,69 % (taux de croissance moyen) sur la période 2008-2014. Le groupe de tâches formation et recherche connaît lui un taux de croissance moyen de 4,497 % sur la même période. L'emploi de messages quadriennaux permet aux acteurs du domaine FRI de se projeter financièrement sur une période pluriannuelle et, ainsi, de réduire les incertitudes à moyen terme.

La Confédération a dépensé 3 milliards de francs pour la formation en 2014 contre 2,26 milliards en 2008. Elle réagit rapidement à l'évolution du contexte comme l'a démontré la hausse des dépenses allouées à la formation suite à la forte croissance du nombre d'étudiants de ces dernières

années (messages FRI 2008-2011, 2012 et 2013-2016). De même, à présent que la situation se consolide et que le renchérissement est négatif, la Confédération a ralenti la croissance des moyens consacrés à ce domaine.

La Suisse est connue pour monopoliser le haut des classements internationaux en matière de recherche et développement, de compétitivité ou encore d'innovation. Les dépenses d'investissement en recherche et développement de la Suisse représentaient 2,96 % du PIB suisse en 2012. La Suisse se situe ainsi au 6^e rang au niveau international et occupe même le 1^{er} rang si l'on considère les dépenses d'investissement par habitant. Environ 30 % de ces dépenses sont effectuées par le secteur public (Confédération et cantons); les 70 % restants provenant du secteur privé. Enfin, la Suisse est le pays qui produit le plus de publications scientifiques par habitant et qui dépose le plus de brevets par habitant.

Évaluation

La politique fédérale en matière de formation, de recherche et d'innovation a fait ses preuves durant la décennie écoulée. La Suisse est un pays leader en la matière. Son succès repose en bonne partie sur l'équilibre actuel entre les financements des secteurs privé et public ainsi que sur les conditions-cadres qu'elle a su instaurer. Les divers résultats et classements prouvent l'efficacité des investissements consentis ces dernières années. Le domaine FRI bénéficie d'un large soutien financier, tant au niveau fédéral que cantonal. Le Parlement a toujours soutenu le Conseil fédéral dans la poursuite de sa stratégie FRI en libérant les moyens financiers nécessaires. Ces différentes considérations démontrent qu'il serait superflu de recourir à un fonds spécifique. Un tel fonds risquerait au contraire d'entraver l'initiative privée ou celle des cantons. Par ailleurs, accroître le volume du financement public n'irait pas automatiquement de pair avec une utilisation efficace de cet argent. Enfin, s'il devait faire face à un besoin urgent de moyens financiers, le Conseil fédéral a toujours la possibilité de solliciter le Parlement et de lui demander des moyens supplémentaires, comme il l'a déjà fait dans le domaine de l'énergie.

4.1.7 Partenariat public-privé

Situation initiale

Dans les différents domaines mentionnés ci-dessus, il serait en principe possible de recourir à des modèles de financement novateurs, comme le partenariat public-privé (PPP). Le PPP est pour l'essentiel un financement mixte de projets publics, une partie des moyens financiers étant fournie par des investisseurs privés et une autre par l'État. Les PPP ont pour objectif de mettre rapidement des ressources financières à disposition pour assurer notamment la réalisation de projets d'infrastructure, de bâtiments ou d'ouvrages de génie civil.

Les pouvoirs publics recourent en général à un PPP lorsque leurs budgets ne leur permettent pas de financer certaines tâches publiques. Quand les ressources financières ne font pas défaut, ils invoquent parfois le transfert de savoir-faire spécifique dont l'État bénéficie en réalisant un projet en collaboration avec des entreprises privées.

Si les PPP ne sont guère parvenus à s'imposer en Suisse ces dernières années, c'est sans doute surtout parce que les grands investissements ont pu être financés autrement et, surtout, à des conditions plus avantageuses. Le frein à l'endettement n'empêche pas de recourir à des solutions

PPP. Il ne faudrait toutefois pas en abuser pour opérer des investissements dont les coûts subséquents ne seraient pas couverts. Lorsqu'une solution PPP est envisagée, il importe donc toujours de la comparer à une solution classique.

Politique de la Confédération

L'art. 52a OFC crée la base légale nécessaire pour autoriser les PPP. Dans certaines conditions, il serait possible d'y recourir pour financer aussi des investissements, notamment dans le domaine des infrastructures. Le Conseil fédéral se réserve donc cette possibilité et vérifie, dans le cas de projets correspondants, si des solutions utilisant un PPP seraient plus économiques qu'un financement traditionnel.

Évaluation

Les partenariats public-privé servent en principe à surmonter des difficultés financières de l'État. Or la Confédération n'est nullement confrontée à ce type de problèmes. Si les partenariats public-privé pourraient certes s'avérer utiles par l'apport de connaissances, celles-ci peuvent également être acquises sur le marché.

4.1.8 Besoin d'investissements réels: conclusion

Les exemples présentés montrent que les finances fédérales permettent de trouver des solutions pour financer d'importants investissements sans recourir à un nouvel endettement et de respecter ainsi le frein à l'endettement. Contrairement à un financement opéré par un accroissement de l'endettement, ces solutions assurent un financement durable des investissements et des coûts induits. Il ne paraît pas judicieux d'accroître les possibilités d'investissement « par avance ». Moyennant une volonté politique suffisante, des modifications légales appropriées permettraient sans doute de trouver des moyens ad hoc pour couvrir des besoins extraordinaires, tels ceux engendrés par des «projets du siècle».

4.2 La Confédération doit-elle profiter des taux d'intérêt bas pour s'endetter davantage?

Fin 2015, les dettes de la Confédération sur le marché monétaire et sur le marché des capitaux se montaient à 84,2 milliards de francs. Les conditions de financement sont actuellement extrêmement favorables: l'année passée, la Confédération a émis des emprunts d'État d'une durée moyenne de plus de 20 ans avec un rendement moyen de près de 0,3 %. En juillet 2016, elle a contracté pour la première fois des emprunts souverains à 50 ans assortis de taux négatifs. En d'autres termes, la Confédération est rémunérée pour emprunter de l'argent au lieu de devoir indemniser ses créanciers.

Cette situation donne à penser qu'il serait possible de réaliser des projets publics à long terme, telle la troisième réforme de l'imposition des entreprises, à des coûts proches de zéro, et d'améliorer ainsi la compétitivité et les perspectives d'avenir de la Suisse. Cette possibilité est toutefois limitée dans le temps. Lorsque les taux d'intérêt seront repartis à la hausse, il ne sera le plus souvent pas possible de rembourser les dettes contractées ou alors seulement très lentement. À moyen terme, les coûts de financement augmenteraient donc à nouveau.

Aux coûts de financement s'ajoutent par ailleurs d'autres coûts induits, tels ceux qui sont engendrés par l'entretien et la réparation de nouveaux tunnels, ponts et réseaux électriques ou de télécommunications, par exemple. Ces dépenses auront aussi un impact sur des budgets ultérieurs, qui ne bénéficieront peut-être plus de taux aussi bas qu'aujourd'hui. Dans l'ensemble, les coûts d'un projet ne dépendent donc que pour une partie seulement des coûts de financement et dans une moindre mesure encore du niveau actuel des taux d'intérêt.

Une forte hausse de l'endettement, destiné à financer des projets publics, modifierait de plus sensiblement la situation sur le marché: la Confédération ne pourrait contracter un volume nettement accru d'emprunts sur le marché qu'en accordant des concessions sur le prix (c'est-à-dire en octroyant des rendements plus élevés), car la capacité du marché est limitée. Alors que le marché domestique des titres émis en francs avoisine un volume total de 330 milliards de francs (état à fin 2015), les emprunts de la Confédération représentent plus de 25 % des prêts en cours. Il serait donc impossible d'appliquer à court terme un vaste programme d'endettement de l'ordre de plusieurs milliards de francs. Plus la mise en œuvre de ce programme serait rapide, plus il aurait un effet important sur les prix, c'est-à-dire les rendements. En cas de forte hausse de l'endettement, les investisseurs pourraient de plus, selon les circonstances, exiger une prime de risque plus importante. En fin de compte, les charges d'intérêt s'avèreraient donc plus élevées que ne le suggère la situation actuelle sur le marché.

La Confédération profite des taux d'intérêt bas actuels, puisque les dépenses qu'elle consacre à ses dettes actuelles diminuent sans cesse. En 2015, les charges d'intérêts de la Confédération liées à son endettement sur le marché atteignaient encore près de 1,3 milliard de francs, donc 2,2 milliards de moins que 10 années auparavant. Si l'allègement est dû pour deux tiers environ à la baisse des taux d'intérêt, il s'explique en grande partie par les agios, qui apparaissent surtout lors de l'augmentation d'emprunts existants si le prix d'émission est supérieur à la valeur du coupon. En cas de délimitation par exercice et compte tenu du rendement négatif des créances comptables sur le marché des capitaux depuis 2011, les charges d'intérêt liées aux emprunts contractés sur le marché ont diminué, passant de 3,5 milliards de francs (en 2006) à 1,8 milliard de francs (en 2015). Au total, 62 % de cette baisse sont à mettre sur le compte du faible niveau des taux d'intérêt.

En conséquence, les finances fédérales ont d'ores et déjà profité dans une mesure appropriée des taux d'intérêt bas. La Confédération pilote sa politique de financement de telle manière qu'il lui sera également possible de tirer profit dans un avenir prévisible des avantages induits par le niveau des taux. Dans le contexte actuel, la tendance à la baisse des charges d'intérêts se maintiendra au cours des années à venir, car les emprunts assortis de taux élevés arriveront successivement à échéance et pourront être refinancés à des conditions avantageuses. On assiste ainsi à un processus de refinancement automatique et continu, dans le cadre duquel les charges de financement ne cessent de diminuer.

À cet effet, la Confédération applique depuis quelques années une stratégie visant à bloquer les taux à un niveau bas sur le long terme. En 2014, elle a par exemple émis un emprunt à 50 ans, qu'elle a augmenté depuis à plusieurs reprises. Le rendement moyen de cet emprunt à long terme avoisinait 0,5 % en 2015. À titre de comparaison, le taux d'intérêt sur un emprunt à trois mois se situait en moyenne à 2,5 % en 2008. Autrement dit, la Confédération se finance actuellement moins cher à long terme qu'elle ne pouvait se financer jusqu'ici à court terme lorsque les taux affichaient des niveaux habituels.

En 2015, elle a pu émettre des emprunts pour 3,3 milliards de francs avec un taux d'intérêt moyen de 0,28 % et une durée moyenne de plus de 20 ans. Au cours des quatre dernières années, elle a emprunté au total quelque 25 milliards de francs à un taux moyen de 0,86 % pour 19 ans en moyenne.

Grâce à cette stratégie, les finances de la Confédération résisteront mieux à une future normalisation des taux d'intérêt: la portion basse des charges d'intérêts réduit à long terme la charge d'intérêts globale, de sorte que le budget sera allégé pendant plus longtemps.

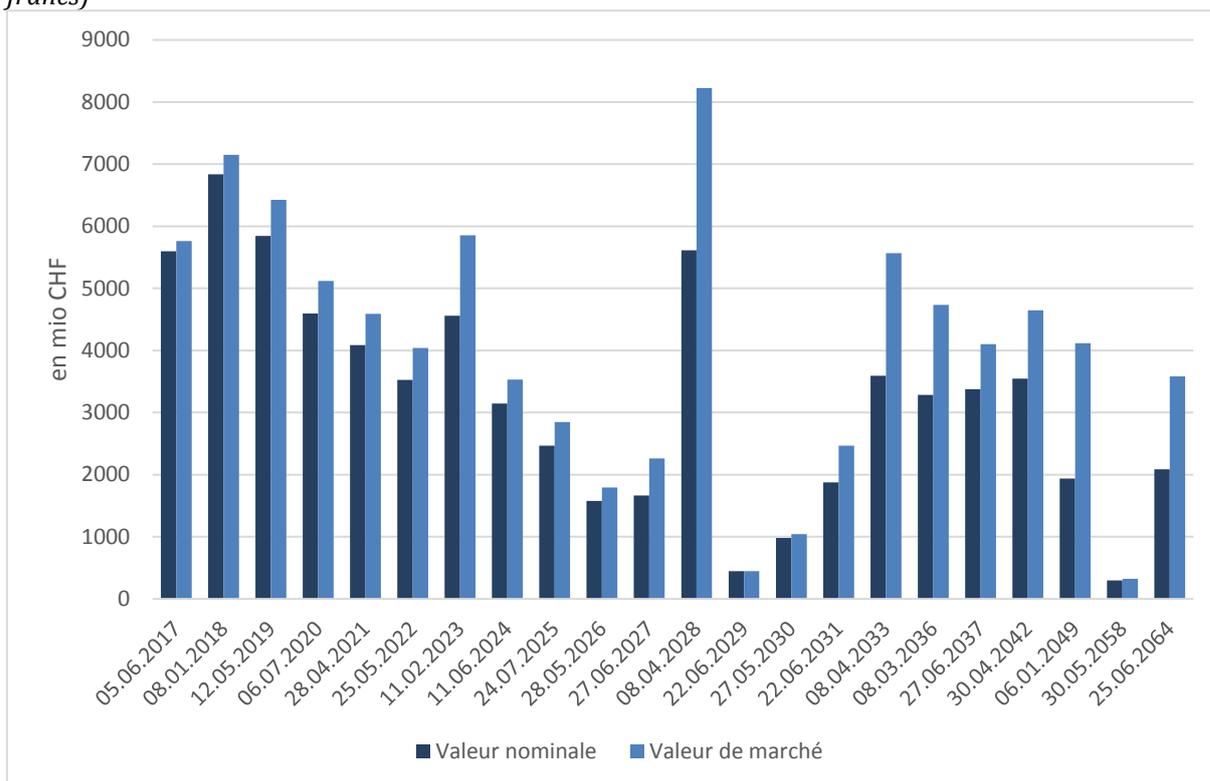
4.3 Faut-il refinancer la dette de la Confédération?

Le faible niveau des taux d'intérêt permet à la Confédération de s'endetter à des conditions très favorables. Cependant, la dette en cours se compose, pour une part non négligeable, d'obligations de la Confédération émises antérieurement, c'est-à-dire à des taux d'intérêt plus élevés. Ces titres plus anciens continuent, aujourd'hui, de verser les coupons convenus initialement, ce qui fait que le taux d'intérêt moyen sur les obligations de la Confédération est actuellement supérieur au taux du marché.

Compte tenu de ces éléments, la Confédération pourrait-elle réduire ses dépenses d'intérêt en procédant au refinancement de la dette, c'est-à-dire au rachat anticipé de celle-ci suivi de l'émission de nouvelles obligations aux taux actuels?

La majeure partie de la dette de la Confédération consiste en des emprunts fédéraux à coupon fixe et à durée prédéfinie, qui assurent au créancier un rendement constant sur son placement. Ce rendement est déterminé par les taux d'intérêt en vigueur au moment de l'émission. Au moment de leur émission, les emprunts fédéraux ont une durée comprise entre cinq et cinquante ans. Une grande partie des emprunts en cours a donc été émise à une époque où les taux étaient plus élevés.

Figure 4: Emprunts en cours: comparatif entre valeur nominale et valeur de marché (en millions de francs)



État du 31.12.2015

Cette circonstance se reflète dans la valeur de marché actuelle des obligations de la Confédération, qui est nettement supérieure à leur valeur nominale (voir Figure). Vu le faible niveau actuel des taux, le détenteur d'une obligation ne sera disposé à la vendre ou à l'échanger que si la différence entre le rendement supérieur de son titre et la valeur de marché actuellement plus faible d'une nouvelle obligation est compensée par un supplément. Fin 2015, la somme des différences entre valeur nominale et valeur de marché de tous les emprunts en cours (valeur nominale totale: 77 milliards de francs) atteignait quelque 18 milliards de francs.

À supposer que la Confédération rachète ses obligations, elle devrait s'acquitter de ce supplément. En revanche, elle pourrait refinancer sa dette pour la durée restante à des taux de marché inférieurs. Globalement, le coût serait le même quelle que soit l'option retenue (statu quo ou refinancement), sans tenir compte des frais de transaction et de la hausse des prix du marché liée à un rachat. Par ailleurs, en cas de refinancement, l'encours de la dette de la Confédération sur le marché augmenterait de manière sensible car il faudrait aussi trouver sur le marché des capitaux les 18 milliards de francs correspondant à la différence entre valeur nominale et valeur de marché.

Il n'est donc pas opportun de restructurer la dette de la Confédération.

4.4 La Confédération doit-elle créer un fonds souverain?

La vigueur du franc a donné lieu à plusieurs propositions visant à instituer un fonds souverain. Or un fonds souverain de la Confédération augmenterait considérablement l'endettement sans apporter d'avantages décisifs, comme le montre l'analyse qui suit. Celle-ci examine dans un premier

temps les objectifs potentiels et la structure de ces fonds avant d'analyser plus en détail ce qu'impliquerait la création d'un fonds souverain.

4.4.1 Objectif et structure des fonds souverains

Un fonds souverain constitue un véhicule institutionnel permettant d'utiliser le capital disponible détenu par l'État. Fondamentalement, la création d'un fonds souverain est liée à l'espoir d'obtenir, par des investissements habiles dans des portefeuilles d'actifs, des rendements plus élevés qu'avec des placements simples, une large répartition des risques pesant sur la fortune ou une compensation de fortune intergénérationnelle. En opérant des investissements à l'étranger, un fonds souverain pourrait aussi contribuer à l'affaiblissement du franc et atténuer ainsi la pression qui pèse sur les exportateurs suisses.

À l'échelle mondiale, le nombre des fonds souverains et l'ampleur des actifs qu'ils gèrent ont eu tendance à augmenter depuis le début des années 1990. S'agissant des actifs sous gestion, Bernstein, Lerner et Schoar (2013) ont constaté leur multiplication par dix entre 1990 et 2013. Pour la période 2002 à 2014, Hentov (2015) estime que la fortune des fonds souverains a augmenté de 20 % par an. En mars 2015, le total des actifs gérés par des fonds souverains s'élevait, selon Preqin (2015), à quelque 6,3 billions de dollars américains.

La Suisse possède déjà un fonds souverain: le fonds de compensation AVS («compenswiss»), qui est toutefois doté d'un volume relativement modeste.

Les fonds souverains peuvent se classer selon différents critères. Dans le cadre du postulat Graber, les aspects qui importent avant tout sont l'objectif, le financement et la gouvernance.

Objectif

Selon le Fonds monétaire international (FMI, 2007), les objectifs typiques des fonds souverains sont au nombre de cinq: accroître le rendement des réserves de capital libres (sociétés de placement des réserves), garantir le financement des retraites (fonds de réserve de retraite), stabiliser le budget de l'État (fonds de stabilisation), équilibrer les charges intergénérationnelles (fonds d'épargne) et financer des investissements (fonds de développement).

Les sociétés de placement des réserves visent à affecter des réserves de capital peu ou pas rémunérées à des investissements de portefeuille ou des immobilisations corporelles, plus rentables. Les fonds de réserve de retraite financent des exigences spécifiques en matière de retraite, tandis que les fonds d'épargne visent à préserver les actifs, ou le rendement des actifs, au profit des générations futures. Pour illustrer ce dernier objectif, le meilleur exemple est celui des matières premières naturelles, dont l'extraction par une première génération doit continuer de profiter aux générations suivantes. Le rendement des opérations sur matières premières étant souvent très fluctuant, les fonds de stabilisation tentent de lisser ces recettes. Quant aux fonds de développement, ils investissent principalement dans des projets socioéconomiques tels que des infrastructures.

Le postulat Graber met l'accent sur les objectifs d'accroissement du rendement et de financement d'investissements, qui correspondent, dans les types définis par le FMI, aux sociétés de placement des réserves et aux fonds de développement.

Financement

Le financement des fonds souverains est principalement assuré par des ventes de matières premières comme le pétrole ou les métaux (le *Government Pension Fund Global* norvégien, par ex.), des excédents budgétaires (le *GIC Private Limited* singapourien, par ex.) ou par des excédents de la balance des opérations courantes, lesquels sont injectés dans le fonds souverain par transfert des réserves de devises correspondantes (le *China Investment Corporation* chinois, par ex.). Ce dernier type de financement est d'ailleurs rare.

Une variante souvent débattue dans la perspective d'un fonds souverain suisse entend utiliser les réserves de devises de la BNS. Ces réserves élevées résultent en grande partie du fait que les investisseurs suisses et étrangers considèrent le franc suisse comme une valeur refuge, lequel a du coup tendance à monter. Pour lutter contre cette appréciation, la BNS procède notamment à des ventes de francs, d'où l'augmentation de ses réserves de devises.

Le postulat Graber propose, lui, de financer l'éventuel nouveau fonds souverain par des emprunts publics à long terme.

Gouvernance

Le troisième point concerne la gouvernance des fonds souverains. La gouvernance se définit par les règles et les structures conçues pour gérer les conflits d'intérêt. À titre d'exemple, le fait d'investir dans des entreprises qui sont par ailleurs la propriété de l'État peut constituer un désavantage pour les entreprises concurrentes, alors qu'en privilégiant ses propres entreprises, l'État ne sert pas forcément l'intérêt général.

Sur le plan international, les réponses apportées aux potentiels conflits d'objectifs ou d'intérêts varient d'un pays à l'autre. Le fonds souverain norvégien, par exemple, est géré par la Banque centrale norvégienne pour le compte du ministère des finances. Il est soumis à certaines contraintes pour ce qui est du placement de la fortune et à un prélèvement annuel plafonné à 4 % de la fortune au profit du budget de l'État. Celui de Singapour, lui, est géré par une entreprise privée propriété de l'État, dans le cadre d'un contrat de mandat. Un fonds souverain suisse devrait définir les modalités de sa gouvernance.

Encadré: Exemples de fonds souverains

Les résumés ci-après indiquent les principales caractéristiques des fonds souverains norvégien, singapourien et malaisien, afin de donner une idée de la multiplicité de ce type de fonds.

Fonds souverain singapourien GIC Private Limited

Objectif: Financement de l'État, en particulier des activités de recherche et développement (R&D), éducation, systèmes sociaux, protection de l'environnement, gestion des réserves de devises de la Banque nationale

Financement: Excédents budgétaires

Gouvernance: Entreprise privée propriété de l'État gérant les avoirs de l'État moyennant un émolument. Les droits de propriété sont exercés par le ministère des finances.

Fonds souverain norvégien Government Pension Fund Global

Objectif: Soutien du système d'assurance sociale de l'État pour la prévoyance vieillesse

Rapport «Franc fort et taux d'intérêt bas: possibilités s'offrant à la Suisse»

Financement: Impôts sur les activités pétrolières de l'État, y compris taxes sur le CO₂ et sur l'oxyde d'azote grevant la consommation de pétrole, licences d'exploitation du pétrole, dividendes de Statoil

Gouvernance: La gestion du fonds est placée sous la responsabilité du ministère des finances. La Banque centrale norvégienne est mandatée pour assurer cette gestion. Le fonds est intégré au budget de l'État.

Remarque: Les actifs du fonds peuvent servir à couvrir les dépenses publiques jusqu'à concurrence d'environ 4 % par an.

Fonds souverain malaisien 1 Malaysia Development Berhad

Objectif: Encouragement de projets de développement stratégiques dans les domaines de l'énergie, de l'immobilier, du tourisme et de l'agriculture, promotion d'investissements directs étrangers

Financement: Excédents budgétaires

Gouvernance: Entreprise propriété de l'État

Remarque: «La procédure pénale menée par le Ministère public de la Confédération a mené à la découverte d'indices concrets de détournements commis au détriment de sociétés détenues par l'État malaisien» (communiqué du 29 janvier 2016).

Fonds de compensation AVS/ AI/ APG (compenswiss)

Objectif: Compensation des fluctuations de recettes du système de la répartition des capitaux afin de financer les assurances sociales suisses

Financement: Excédents de recettes des assurances sociales du passé

Gouvernance: Entreprise autonome externe à l'administration fédérale. Direction assurée par un conseil d'administration dont les membres sont nommés par le Conseil fédéral.

Remarque: Montant des actifs fin 2015: 33 milliards de francs

4.4.2 Un fonds souverain pour la Suisse

Le postulat Graber voit dans la création d'un fonds souverain suisse la possibilité d'obtenir des rendements élevés grâce à des refinancements avantageux, et d'acquérir des participations stratégiques. La présente section examine plus en détail ce qu'impliquerait la création d'un fonds souverain suisse, avec ses avantages et ses inconvénients

4.4.2.1 Justification et objectifs

L'idée d'instituer un fonds souverain suisse fait de plus en plus parler d'elle, au moins depuis que les réserves de devises de la BNS se sont mises à augmenter fortement.⁴ Elle a ses partisans et ses opposants.

Les partisans invoquent un moyen bon marché de financer des investissements pour l'avenir: un fonds souverain permettrait d'affaiblir davantage le franc afin de soutenir les exportations, de diversifier encore plus les risques pesant sur les réserves de devises de la BNS, et de générer des rendements plus élevés, ce qui permettrait aussi de financer la prévoyance vieillesse. D'autres proposent d'instituer un fonds souverain pour financer les infrastructures du pays.

Les partisans ont aussi recours à des considérations d'ordre politique, arguant que l'écart des taux par rapport à l'étranger (ou, si l'on veut, l'important stock de devises de la BNS) reflète le produit d'un bien collectif tel que la confiance internationale élevée dans la qualité des institutions suisses (Sornette, 2015, Garelli, 2016), et qu'il faut prendre soin de cette confiance pour assurer sa pérennité. Ils ajoutent qu'un fonds souverain alimenté par le produit de cette confiance serait le moyen idéal pour résorber cette plus-value, laquelle s'apparente, vue sous cet angle, au produit des ventes de matières premières.

Les opposants citent comme principaux arguments les risques implicites d'inflation liés au financement des fonds souverains (Föllmi, 2015), le fait que les fonds souverains suisse et norvégien ne sont pas comparables (Blattner, 2011), et les problèmes politiques qu'engendrerait un fonds souverain s'agissant de l'engagement de l'État sur les marchés des capitaux et des biens réels (Brunetti, 2015).

Le postulat Graber demande que soit envisagée la création d'un fonds souverain dédié à des investissements dans les infrastructures, dans la recherche et le développement et dans la formation (investissements réels), et d'un autre dédié aux investissements de portefeuille, c'est-à-dire les investissements dans l'immobilier et dans les entreprises. Les besoins en matière d'investissements réels ont déjà été traités au point 4.1. Les chapitres qui suivent sont consacrés à la création d'un fonds souverain dédié aux investissements de portefeuille, à son financement et aux aspects juridiques de l'opération.

4.4.2.2 Un fonds souverain de la Confédération

Le postulat Graber estime que la Suisse pourrait elle aussi créer un fonds souverain dédié aux investissements de portefeuille, à la poursuite des objectifs suivants: participations stratégiques, principalement à l'étranger, dans le but de diversifier les risques et d'investir dans des pays dotés d'une population jeune, afin d'assurer le financement de la population suisse vieillissante par des revenus futurs; investissements de portefeuille à l'étranger afin d'affaiblir le cours du franc. Le présent chapitre ne revient pas sur la question de l'opportunité d'un fonds souverain dédié à des investissements réels, puisque les explications fournies au point 4.1 ont montré que la Suisse n'avait pas besoin d'un tel fonds.

⁴ Voir notamment Lack (2011).

Investir à l'étranger permettrait de contrer les effets du rapatriement des capitaux suisses, que la BNS cite comme l'un des motifs de la vigueur du franc (Auer, 2015). De ce point de vue, les investissements de portefeuille devraient avoir pour but de vendre des francs ou des placements suisses (emprunts et actions suisses, etc.) pour acheter à la place des placements étrangers. La vente de titres libellés en francs, suivie de la conversion des recettes ainsi obtenues en devises, infléchirait le cours du franc, renforçant du même coup les exportations suisses.

Les investissements de portefeuille pourraient aussi présenter l'avantage d'une large diversification des placements, diversification qu'un fonds souverain pourrait mettre en œuvre. Mais la Confédération pourrait aussi inciter les ménages, par des mesures législatives ou des incitations fiscales, à recourir aux dérivés, aux actions et à d'autres formes de placement dans plusieurs monnaies afin de diversifier les risques.

Les fonds souverains permettent par ailleurs d'investir dans des placements alternatifs. Certains d'entre eux consacrent de 5 à 15 % de leur fortune à cette catégorie de placement, dont on suppose communément qu'elle offre un potentiel de rendement élevé, avec des risques également plus élevés. Pour un investisseur de la taille supposée d'un fonds souverain suisse, le potentiel de diversification des placements alternatifs n'est toutefois pas illimité, les marchés qui les proposent étant plutôt réduits et illiquides. Plusieurs années seraient nécessaires pour constituer un volet stratégique d'envergure.

Si le but premier d'un fonds souverain suisse était de contribuer à affaiblir le franc par des exportations de capitaux, il faudrait le limiter à des placements en monnaie étrangère. Pour des raisons relevant de la politique monétaire, il ne serait pas possible d'assurer ces placements, tout comme les réserves de devises de la BNS, en francs, car cela empêcherait tout effet sur le taux de change. Un tel fonds souverain serait par conséquent exposé au risque de change. En outre, toute variation importante du fonds souverain (par ex. lors de sa constitution ou de prélèvements) devrait être étroitement coordonnée avec la politique monétaire de la BNS, à défaut de quoi elle risquerait de se faire au détriment de celle-ci. La présence de deux acteurs sur le champ de la politique de change porterait atteinte à l'indépendance de la BNS.

Si le fonds souverain ne poursuit aucun objectif quant à la vigueur du franc, la part en monnaies étrangères et son éventuelle couverture ne subissent pas de restrictions. Mais dans ce cas, des modifications importantes de la part en monnaies étrangères auraient une influence sur le cours du franc et entraîneraient un conflit avec la politique de change de la BNS. L'achat et la vente de placements en francs par un fonds souverain influencerait, selon la taille du fonds, sur le taux de change du franc.

Les ménages ont d'ores et déjà accès aux avantages résultant de la diversification des investissements de portefeuille, il leur suffit de modifier leur comportement d'investisseur. En tout état de cause, il conviendrait de bien soupeser l'éventuel intérêt supplémentaire pouvant résulter, pour un fonds souverain, de placements offrant un meilleur rendement, par rapport à l'accroissement des risques monétaires et de change qu'entraînerait un tel fonds de par sa taille.

D'un point de vue institutionnel, la création d'un tel fonds est clairement inopportune. L'État n'est pas plus en mesure que les ménages de prendre de bonnes décisions de placement. Il en va de même pour l'appréciation inévitable du risque et du rendement.

Un fonds souverain dédié aux investissements de portefeuille devrait, logiquement, pouvoir décider librement de la composition de ses placements. Mais dans ce cas les contradictions avec la politique monétaire de la BNS seraient inévitables.

Le Conseil fédéral n'est pas convaincu à ce stade que l'intérêt hypothétique d'un fonds souverain dédié à des investissements de portefeuille en dépasserait les inconvénients.

4.4.2.3 Financement

Si la Confédération créait un fonds souverain, elle devrait en principe le doter d'un capital, ce qui aurait pour effet d'accroître la dette publique. Elle devrait en outre en assumer les risques financiers.

La Confédération pourrait financer un fonds souverain par l'émission d'obligations, lesquelles seraient proposées à des investisseurs privés suisses et étrangers de même qu'à des investisseurs publics étrangers. Dans la mesure où les investisseurs étrangers accroîtraient la demande de placements en francs, la pression à la hausse sur le franc suisse ne ferait que s'accroître.

Quant à la reprise, suggérée par certains, d'une partie des réserves de devises de la BNS par un fonds souverain, elle n'est envisageable que si la BNS touche une compensation. À défaut de compensation, ce transfert entraînerait pour la BNS une réduction de ses fonds propres et aurait tout d'une distribution de bénéfice anticipée à la Confédération.

Sans même tenir compte du fait que conformément à la Constitution, la BNS doit verser au moins deux tiers de son bénéfice aux cantons, une telle transaction n'aurait actuellement aucun fondement juridique. Et un financement au moyen d'un prêt octroyé à la Confédération par la BNS nécessiterait une modification de l'art. 11 LBN, car la législation en vigueur n'autorise pas la BNS à accorder de crédits à la Confédération.

Un fonds souverain avec participation de l'État supposerait donc de toute façon que la Confédération soit prête à s'endetter considérablement pour financer le fonds.

Rappelons d'ailleurs qu'un fonds souverain, outre la question de son financement, peut générer des bénéfices, certes, mais aussi des pertes considérables. Le législateur doit donc être prêt non seulement à profiter des avantages financiers que présente un fonds souverain, mais aussi à assumer les risques correspondants.

4.4.2.4 Gouvernance

Un fonds souverain doit être soumis à une gouvernance capable de canaliser les différents conflits d'intérêts immanents. Les conflits de ce genre résultent tout d'abord des effets d'un fonds souverain sur les politiques monétaire et fiscale, mais aussi de certaines décisions de placement. Le fonds de compensation AVS / AI / APG suisse fournit un exemple de résolution des conflits d'intérêts relatifs à un petit fonds.⁵ Pour un fonds souverain suisse pesant plusieurs centaines de milliards de francs, la question serait encore plus complexe.

⁵ http://www.compenswiss.ch/governance/FR/?page_name=governance (18.7.2016, pas de version française)

Par exemple, les revenus du fonds souverain influeraient sur la politique budgétaire, tant par leur importance que par leurs fluctuations. La gouvernance devrait définir les conditions auxquelles des prélèvements ou des produits pourraient servir à stabiliser le budget de l'État. Dans le cas du fonds souverain norvégien, par exemple, une règle budgétaire autorise l'État à dépenser les revenus réels escomptés.⁶

Dans le cas d'un fonds souverain, il faudrait notamment régler très concrètement la façon dont ce fonds est organisé et à qui il incombe de nommer les membres du conseil d'administration et de prendre les décisions de placement. Il faudrait en particulier fixer des critères clairs pour la politique de placement et de prélèvement.

4.4.3 Évaluation sous l'angle du droit financier

Examinons à présent la création d'un fonds souverain et l'emploi de la dette contractée pour le financement sous l'angle du droit financier.

Les questions relatives à l'emploi des moyens peuvent aussi s'appliquer à d'autres options, notamment les investissements dans les patrimoines administratif et financier évoqués respectivement aux points 4.1 et 4.2. La difficulté de l'appréciation juridique tient globalement au fait que dans la plupart des cas, on peut s'attendre à un mélange des options considérées comme caractéristiques par la loi sur les finances de la Confédération (LFC), ce qui complique considérablement la formulation d'un jugement définitif.

Création d'un fonds souverain

La création d'un fonds souverain nécessite une base légale formelle car le fonds se verra confier des tâches administratives (voir art. 178, al. 3, Cst. et art. 2, al. 4, LOGA) et qu'il faut régler les droits et les devoirs des organes du fonds de même que les tâches, les prestations, les responsabilités et les procédures (art. 164 Cst.). On peut à cet égard imaginer l'élaboration d'une loi spéciale sur le modèle de la loi sur le fonds d'infrastructure ferroviaire.

Inclusion dans le patrimoine financier

L'art. 60, al. 2, LFC autorise l'Administration fédérale des finances (AFF) à emprunter des fonds sur le marché monétaire et sur le marché des capitaux pour assurer les paiements. Ses dispositions ne constituent pour autant pas une base légale pour l'endettement dû à la participation à un fonds souverain.

Selon l'art. 62, al. 1, LFC, l'AFF place les capitaux non utilisés comme moyens de paiement de manière à offrir toute garantie et à porter intérêt aux conditions du marché. Ils sont inclus dans le patrimoine financier. La participation de la Confédération au fonds souverain ne relève pas de cette disposition puisqu'elle emploierait des fonds levés spécialement à cet effet.

La participation au fonds souverain n'est donc pas une opération de trésorerie et n'est pas couverte par le droit en vigueur, ni du point de vue de l'endettement ni de celui du placement. Elle nécessite en fait une base légale spécifique.

⁶ La Norvège table globalement sur un rendement de 4 % par an.

Si le fonds est doté d'une personnalité juridique propre (sous la forme d'une société anonyme ou d'une société à capital variable, par ex.), il faudrait que la participation de la Confédération, de même que les garanties, cautionnements et prêts (non conformes au marché) en faveur du fonds soient aussi appréciés sous l'angle du droit des subventions. Le message concernant un train de mesures destinées à renforcer le système financier suisse (message UBS, FF 2008 8027, 8051) fournit des indications claires à cet égard: il qualifie clairement d'aide financière la recapitalisation d'UBS. Il ajoute: «Les versements liés aux aides financières ne sont pas des opérations de trésorerie: [ils] entraînent au contraire des dépenses qui ont une incidence sur la comptabilité et les crédits.»

Inclusion dans le patrimoine administratif

Si la participation au fonds souverain relève d'un investissement, les risques encourus sont plus élevés. Il faudrait alors ajuster la valeur des créances de la Confédération vis-à-vis du fonds, conformément aux art. 50, al. 2, let. a, et 51, al. 2, LFC. L'interposition du fonds souverain ne doit pas conduire à inclure la participation dans le patrimoine financier au sens de l'art. 62, al. 1, LFC, et à la traiter comme une simple opération de trésorerie (échange d'actifs). Il s'agit plutôt, compte tenu de sa finalité, d'une dépense au sens de l'art. 3, al. 1, let. b, LFC (création d'actifs affectés directement à des buts administratifs, à savoir la réalisation d'investissements suffisants pour permettre la meilleure exécution possible des tâches publiques).

L'inclusion dans le patrimoine administratif (art. 3, al. 5, LFC) implique que des crédits budgétaires soient sollicités pour les versements au fonds (art. 30, al. 2, let. a, LFC) et qu'ils entrent dans le calcul du plafond des dépenses totales visé à l'art. 13, al. 1, LFC (frein à l'endettement).

Le patrimoine administratif ne peut être soumis à aucune réalisation forcée; il est insaisissable. L'inclusion dans le patrimoine administratif met donc les ressources du fonds à l'abri de tout créancier privé. La responsabilité du fonds devrait être définie dans le cadre des bases légales à créer.

Aspects constitutionnels

Le législateur pourrait être amené à inclure les versements au fonds dans le patrimoine financier en vertu de leur définition légale (comme ce fut le cas lors du refinancement de certaines institutions de prévoyance avant l'entrée en vigueur du frein à l'endettement). Ils pourraient alors être effectués comme opérations de trésorerie, sans octroi de crédits. Cela constituerait toutefois deux atteintes à la Constitution:

- atteinte aux compétences financières de l'Assemblée fédérale au sens de l'art. 167 Cst.;
- contournement du frein à l'endettement au sens de l'art. 126, al. 2, Cst.

Dans la mesure où le fonds souverain porterait atteinte, selon la structure prévue, au principe de la liberté économique (art. 27 et 94 Cst.), à l'indépendance de la Banque nationale ou à la distribution de son bénéfice (art. 99, al. 2 et 4, Cst.), au frein à l'endettement (art. 126, al. 2, Cst.) ou à la souveraineté financière de l'Assemblée fédérale (art. 167 Cst.), la création d'une base constitutionnelle semble s'imposer.

5 Possibilités d'action de la BNS

La BNS est fondamentalement libre de ses décisions et de ses actes dans le cadre de son mandat légal. Ce cadre lui permet en fait depuis 2004 de structurer ses actifs librement. Conformément à cette règle, elle a hissé au rang de catégorie de placement les obligations d'entreprise en 2004 puis les actions en 2005.

Cela dit, la question de savoir si la BNS ne pourrait pas obtenir un rendement plus élevé en modifiant sa politique de placement ou en gérant à part les réserves de devises surgit régulièrement dans le débat public.

5.1 La BNS doit-elle modifier sa politique de placement?

La politique de placement de la BNS est assujettie à la politique monétaire. La capacité d'action de la BNS suppose qu'elle soit en mesure, à tout moment, de piloter la base monétaire, donc les taux d'intérêt. Or la base monétaire s'est très fortement développée ces dernières années, et elle continue d'augmenter sous l'effet des achats continuels de devises dont le but est de réduire la pression sur le franc. La BNS doit pouvoir inverser ce processus à tout moment, notamment par la revente de ses placements en monnaies étrangères.

Rapportée à la structure du bilan, cette exigence impose comme principes de placement la sécurité, la liquidité et le rendement, les deux premières étant prioritaires. La BNS applique ces principes par l'intermédiaire d'une gestion interne (voir BNS, 2016).

L'essentiel des actifs de la BNS consiste en réserves de devises (560 milliards de francs fin 2015), dont 70 % environ sont placés sous forme d'obligations d'État étrangères présentant une solvabilité et une liquidité élevées. Outre des obligations à rendement relativement faible en euros, la BNS détient des obligations des États-Unis et d'autres pays un peu mieux rémunérées et des obligations d'entreprise. Ces dernières produisent certes un rendement plus élevé, mais leur marché, particulièrement, est de plus en plus touché ces derniers temps par une pénurie de liquidité. La part croissante de ces catégories de placement augmente par conséquent les risques qui pèsent sur la liquidité, et donc sur la capacité d'action en matière de politique monétaire.

Les engagements en actions de la BNS représentent actuellement 20 % environ de ses réserves de devises, ce qui est beaucoup par rapport au bilan d'autres banques nationales. Ses valeurs à revenu variable placent la BNS devant de nouvelles tâches et de nouvelles difficultés. Elle doit par exemple régler la question de l'exercice de ses droits de vote comme propriétaire des parts d'entreprises acquises. Pour le moment, elle se contente, à cet égard, de voter sur les aspects relevant de la bonne conduite de l'entreprise pour une partie de ses actions.

S'agissant de la gestion des actions, la BNS veille à investir en suivant l'indice, et donc à éviter de prendre des participations plus importantes dans certaines entreprises. Autrement dit, elle n'effectue pas d'investissements stratégiques et évite de cibler telle ou telle entreprise. Elle exclut en outre les banques et les établissements à caractère bancaire opérant sur le plan international, pour éviter tout soupçon de conflit d'intérêts. Par ailleurs, elle évite d'investir dans des entreprises qui produisent des armes prosrites par la communauté internationale, qui portent massivement atteinte à des droits de l'homme fondamentaux ou qui occasionnent une pollution grave

et systématique (voir directives générales de la Banque nationale suisse sur la politique de placement du 27 mai 2004, état le 1^{er} avril 2015). L'effet de ces restrictions sur le profil de risque et de rendement est limité. On peut donc partir du principe que les portefeuilles d'actions de la BNS génèrent un rendement de l'ordre de ceux du marché.

Le postulat recommande de remplacer ou de compléter la politique de placement actuelle par des participations stratégiques dans des entreprises sur la base des réserves de devises.

La BNS est opposée aux prises de participation stratégiques dans des entreprises. Le Conseil fédéral soutient ce rejet pour trois raisons. Premièrement, la BNS est un acteur public. En prenant des participations stratégiques, elle ferait intervenir l'État sur des marchés du secteur privé.

Deuxièmement, les participations stratégiques risquent d'affaiblir l'attention portée à la politique monétaire. Ce risque pourrait résulter de débats publics sur le contenu et l'ampleur des participations stratégiques. Les éventuelles décisions de placement pourraient être interprétées comme le résultat de tels débats, ce qui ferait naître des doutes quant à l'indépendance de la BNS.

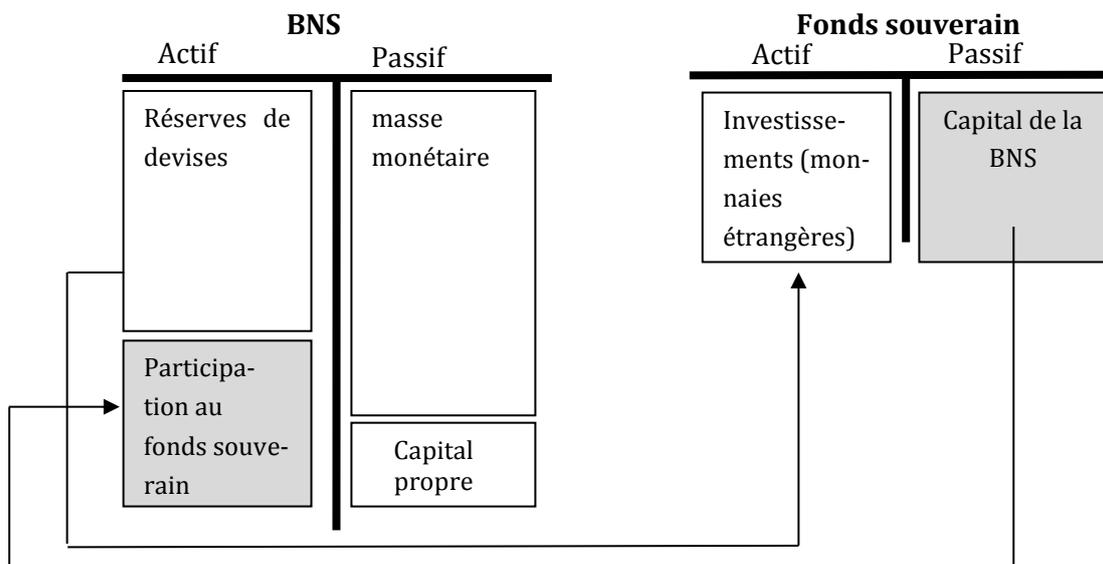
Troisièmement, il serait impossible, sans modifier préalablement la Constitution et la loi sur la Banque nationale, d'inciter la BNS à modifier sa politique de placement. Toute atteinte à l'autonomie actuelle de la BNS pourrait être interprétée comme l'abandon du principe de l'indépendance de la banque centrale. Aussi le Conseil fédéral n'en voit-il pas l'intérêt. De plus, la remise en question de l'indépendance de la BNS nuirait à l'excellente réputation dont jouit le franc suisse.

Telles sont les trois raisons pour lesquelles le Conseil fédéral rejette toute modification de la politique de placement de la BNS. La BNS doit rester maître de sa stratégie.

5.2 La BNS doit-elle gérer séparément une partie des réserves de devises?

Plutôt que de modifier sa politique de placement (cf. plus haut), la BNS pourrait créer un fonds à partir des réserves de devises de la BNS. Ce «fonds souverain BNS» pourrait inscrire les (dès lors anciennes) réserves de devises de la BNS à l'actif du bilan, et la BNS fournirait les fonds propres, voire les fonds étrangers. On peut aussi imaginer que la BNS fonde une société à but spécial à laquelle elle transférerait les fonds propres. La BNS serait propriétaire et recevrait en échange du transfert des réserves de devises des droits de propriété (sous forme d'actions, par ex.), voire des obligations de la société. Quelle que soit la configuration retenue, la BNS resterait totalement maître des réserves de devises.

Figure 5: Structure (schématique) du bilan de la BNS et d'un fonds souverain à l'intérieur de la Banque nationale



Il faudrait alors que les bilans de la BNS et de la société à but spécial soient consolidés, comme ce fut le cas pour l'ancien SNB StabFund. On peut représenter cette transaction sous la forme d'un bilan simplifié de la BNS, comme celui de la Figure 5.

Une telle solution nécessiterait une base légale, surtout s'il faut régler le but, l'univers de placement ou la distribution du bénéfice de ce patrimoine spécial, ce qui n'est pas le cas pour les réserves de devises. Une nouvelle réglementation de la distribution du bénéfice pourrait nécessiter une modification de la Constitution.

Comme le montre la Figure 5, cette solution ne modifie pas la masse monétaire. Les obligations du fonds souverain constituent cependant une partie de l'actif de la BNS. À titre économique, ce patrimoine spécial, qui est géré selon des critères différents, fait partie des réserves de devises. Si l'on adopte la solution proposée ici, la BNS ne pourra plus disposer de cette part de ses réserves de devises et la gérer selon les impératifs de sa politique monétaire. Cette part serait gérée selon d'autres critères et serait sans doute liée.

Cette «solution BNS» devrait garantir la séparation des responsabilités entre le fonds et son administration d'une part et la politique monétaire de la BNS de l'autre. Cependant, elle ne permettrait pas d'éviter que la BNS subisse des pressions si des parties prenantes entendent influencer ses décisions de placement. On pourrait en effet exiger de la BNS qu'elle évite certaines entreprises en raison de la nature de leurs activités (armement, par ex.) ou de leurs pratiques (recours au travail d'enfants, pollution, etc.).

La solution BNS n'implique aucun transfert de risque. Elle laisse globalement inchangé le total du bilan de la BNS, et c'est la BNS qui continue d'enregistrer profits et pertes. En contrepartie, la BNS conserve formellement le contrôle des réserves de devises et peut, en principe, gérer ce fonds sans trahir sa politique monétaire.

5.3 Faut-il mettre fin au statu quo?

Il faut comparer les deux solutions envisagées - création d'un «fonds souverain BNS» ou modification de la politique monétaire de la BNS - à la situation actuelle. Si ces deux solutions entraînent des désavantages ou si les éventuels avantages se révèlent légers, mieux vaudrait y renoncer.

Actuellement, la politique de placement de la BNS est subordonnée aux objectifs de sa politique monétaire. Le potentiel de rendement de son portefeuille est néanmoins considérable. Pendant la quinzaine d'années qui a précédé le début de la crise des marchés financiers, la BNS a réalisé à moyen terme, c'est-à-dire sur une moyenne de cinq ans, un rendement effectif sur le total du bilan avant distribution d'au moins 3 % (voir Figure 6: ligne rouge - moyenne sur cinq ans du résultat relatif). Elle a obtenu ces résultats sans mettre en œuvre une politique axée sur le rendement et en respectant la primauté de la politique monétaire.

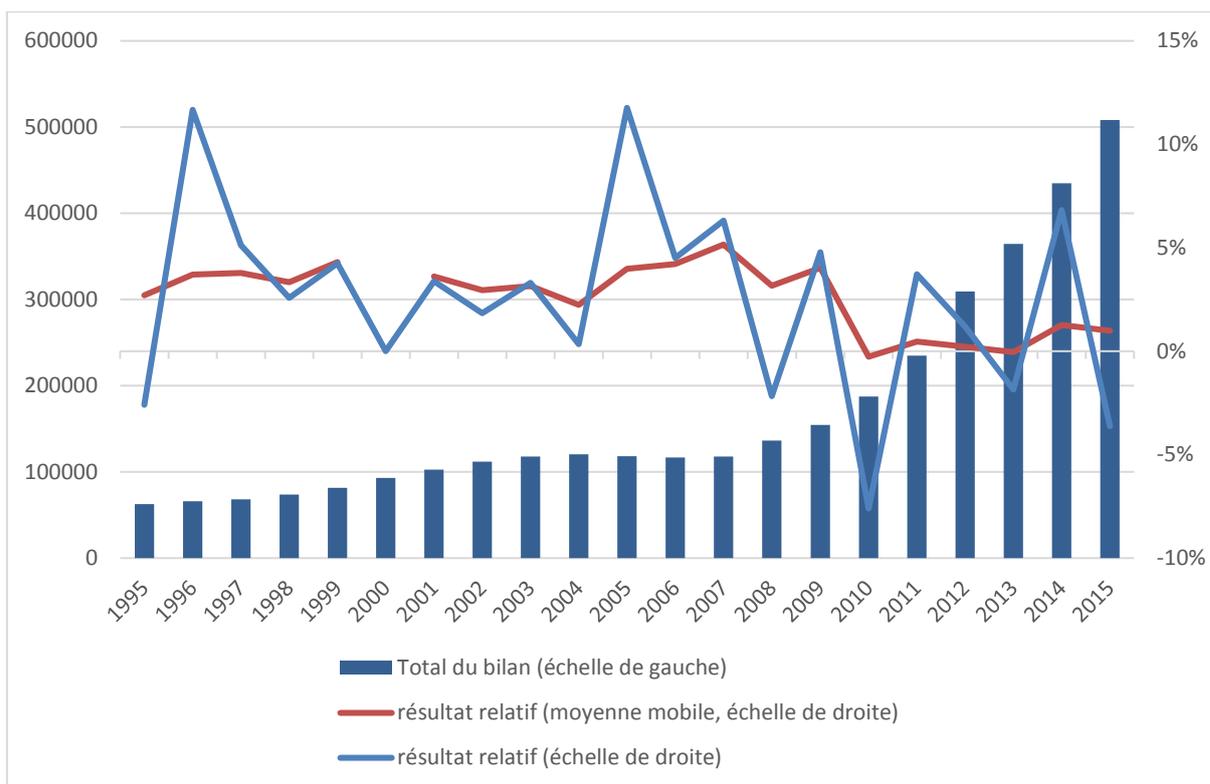
Si l'on se base sur ces 3 % et qu'on prend en considération une potentielle tendance nominale à la hausse, le potentiel de rendement annuel s'élève, à moyen terme, à plus de dix milliards de francs (situation fin 2015), dans un contexte, toutefois, de fluctuations parfois très fortes (voir Figure 6: ligne bleue, valeurs annuelles du résultat relatif).

La politique de placement de la BNS devrait donc, selon toute vraisemblance, continuer d'entraîner un potentiel de rendement nettement supérieur, même sans être spécialement axée sur l'optimisation du rendement mais en respectant la primauté de la politique monétaire. Les budgets cantonaux et la Confédération devraient donc de toute façon, à moyen terme et au prix de fortes fluctuations des fonds propres de la BNS, profiter de recettes accrues.

À y regarder de plus près, on constate que l'ampleur des réserves de devises et leur gestion par la BNS laissent d'ores et déjà prévoir des revenus comparables aux revenus qu'un fonds souverain serait susceptible de générer. À moyen terme, les placements de portefeuille de la BNS devraient produire, même sans fonds souverain formel, une dizaine de milliards de francs par an. Une partie de ces revenus alimenteront les budgets publics et seront à la disposition de la Confédération pour couvrir ses dépenses. Compte tenu de ces éléments, il n'est pas spécialement nécessaire de créer un fonds souverain.

Par ailleurs, les réserves monétaires et, partant, la taille du fonds souverain implicite à la BNS, ont fortement augmenté ces dernières années, ce qui accroît le potentiel de rendement à moyen terme tout en entraînant une volatilité élevée assortie de gains et de pertes également élevés. Dans le même temps, les fonds propres de la BNS n'ont pas pu suivre l'allure du développement du bilan.

Figure 6: Total du bilan de la BNS (en millions de francs) et résultat moyen de la BNS avant distribution en pourcentage du total du bilan (valeurs annuelles et moyennes mobiles sur 5 ans hors 2000)



Total du bilan en millions de francs suisses (ordonnée de gauche). Résultat relatif sous forme de rapport entre le résultat moyen sur 5 ans de la BNS avant distribution à la Confédération et aux cantons (en rouge) et la valeur annuelle effective (en bleu), à l'exclusion de l'an 2000 pour éviter les distorsions dues à des données aberrantes (2000: résultat relatif = + 24 % en raison de la réévaluation des réserves d'or).

Source: BNS, calculs internes

Pour mieux amortir les fluctuations potentiellement plus importantes du résultat de l'exercice, il faudrait par conséquent, dans un premier temps, pouvoir augmenter les fonds propres de la BNS. Cela supposerait tout d'abord une grande retenue lors de la distribution du bénéfice, malgré un potentiel de rendement accru.

Les règles de distribution du bénéfice en vigueur pérennisent cette distribution, ce qui implique une meilleure prévisibilité des recettes et une pérennisation de la politique fiscale. On réduit ainsi le risque de revendications ad hoc vis-à-vis de la BNS, qui remettraient finalement en question l'indépendance de la BNS.

6 Conclusions

Le postulat Konrad Graber 15.3017 «Perspectives d'avenir de la Suisse» invite le Conseil fédéral «face à de sombres perspectives pour notre pays» à examiner «les possibilités de s'engager résolument vers l'avenir» en se fondant sur les opportunités offertes par la cherté du franc et les taux d'intérêt négatifs.

Le Conseil fédéral considère qu'il est prioritaire pour le développement économique de la Suisse au cours des années à venir, d'une part, de réussir la mise en œuvre de la troisième réforme de l'imposition des entreprises, d'autre part, de trouver, concernant la mise en œuvre de l'initiative

contre l'immigration de masse, une solution qui ne menace pas les relations économiques avec l'UE. Des mesures visant à affaiblir le franc suisse pourraient en outre se révéler nécessaires, ce qui relève du reste des responsabilités de la BNS.

La surévaluation du franc et la faiblesse exceptionnelle des taux d'intérêt ont plongé la Suisse dans une situation économique et monétaire difficile. Mais la faiblesse des taux ne présente pas que des inconvénients. Le Conseil fédéral s'est attaché à déterminer dans le présent rapport si ce contexte de taux bas offre des moyens d'améliorer les perspectives économiques de la Suisse.

La Confédération dispose globalement de trois moyens de tirer parti du contexte monétaire et des taux d'intérêt. Le premier consiste à financer à faible coût des investissements publics dans des infrastructures, le deuxième, à optimiser le bilan de la BNS en l'axant sur le rendement, et le troisième à effectuer des exportations de capitaux bien précises en vue d'affaiblir le franc.

À ces trois moyens s'opposent trois arguments: tout d'abord, le financement actuel de la politique d'investissement publique est couvert de manière satisfaisante, ensuite, la BNS est libre d'axer davantage son portefeuille sur le rendement, à condition de respecter la primauté de la politique monétaire, et enfin la décision concernant les exportations de capitaux doit rester l'apanage d'institutions privées. En outre, la BNS dispose de suffisamment d'instruments pour affaiblir le cours de la monnaie suisse si nécessaire.

S'agissant de l'analyse détaillée des possibilités s'offrant à la Confédération, le Conseil fédéral a d'abord cherché à faire le point des investissements pour évaluer le besoin de financement. Il a ensuite examiné plus particulièrement les propositions consistant à refinancer à bas coût la dette de la Confédération ou à élargir cette dette de manière ciblée, de même que la constitution d'un fonds souverain suisse sous la direction de la Confédération.

Les besoins en matière de financement de projets dans les domaines des transports, de l'énergie, des télécommunications, de la formation et de la recherche ont été examinés au point 4.1. Les besoins actuels ont pu être couverts grâce à des décisions politiques mesurées et en prenant en considération les investissements strictement nécessaires. La mise en œuvre de projets supplémentaires pour profiter des conditions de financement actuellement très favorables paraît risquée dans la mesure où les investissements d'envergure entraînent des coûts ultérieurs d'entretien, de rénovation, voire de déconstruction, mais elle ne doit pas être exclue a priori. Un réexamen de la situation à la lumière de nouveaux projets est envisageable.

Pour financer l'éventuelle reprise des réserves de devises de la BNS par un fonds souverain, la Confédération serait contrainte de s'endetter lourdement, ce qui nécessiterait une base légale. Elle devrait en outre assumer des risques de perte importants. L'optimisation du rendement d'un fonds souverain de la Confédération serait par ailleurs inconciliable avec la politique monétaire de la BNS.

Les investissements prévus à court terme étant couverts financièrement, il n'y a pas lieu actuellement d'exposer la Confédération aux risques et aux coûts qu'entraînerait la création d'un fonds souverain. Il n'y a pas lieu non plus de créer un fonds souverain pour effectuer des exportations de capitaux ciblées afin d'affaiblir le franc, car la BNS a déjà suffisamment d'instruments à sa disposition pour piloter le taux de change.

En outre, on constate que la politique de placement de la BNS et les activités d'investissement qu'elle implique incluent certains éléments de la politique de placement d'un fonds souverain. À

moyen terme, les placements de portefeuille de la BNS devraient produire, même sans fonds souverain formel, plus de 10 milliards de francs par an. Une partie de ces revenus servira à renforcer les fonds propres de la BNS, tandis que l'autre alimentera les budgets publics et sera à la disposition de la Confédération et des cantons pour couvrir leurs dépenses.

La création d'un fonds souverain par la BNS ne correspond donc à aucune nécessité particulière. Par ailleurs, les réserves monétaires et, partant, la taille du fonds souverain implicite à la BNS, ont fortement augmenté ces dernières années, ce qui accroît le potentiel de rendement à moyen terme tout en entraînant une volatilité élevée assortie de gains et de pertes également élevés.

Les fonds propres de la BNS n'ont pas pu suivre l'allure du développement du bilan. Les règles du 10 novembre 2016 concernant la constitution de réserves et la distribution du bénéfice, actuellement en vigueur, en tiennent compte. Elles fixent par ailleurs une distribution du bénéfice d'une grande constance, dans le but de pérenniser la politique financière et de faciliter sa planification. La pérennisation vise aussi à préserver l'indépendance de la BNS. À l'avenir, la convention concernant la distribution des bénéfices sera soumise à un nouveau type d'examen, qui tiendra compte du renforcement des fonds propres, des distributions de bénéfice réelles et des résultats.

Bibliographie

Association suisse des banquiers (2008), «Sovereign Wealth - Funds a Position Paper by the Swiss Bankers Association», 05.2008.

Auer, Raphael A. (2015), «Valeur refuge: la demande internationale de francs suisses durant la crise de la zone euro», in Bulletin trimestriel 2/2015 de la Banque nationale suisse, pp. 40-53.

Bernstein, Shai, Josh Lerner et Antoinette Schoar (2013), «The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds», Journal of Economic Perspectives, Vol. 27, N° 2, printemps 2013, pp. 219-238.

Blattner, Niklaus (2011), «Der Franken ist kein Nordseeöl», <http://www.nzz.ch/der-franken-ist-kein-nordseeoel-1.13034986> (25 août 2015).

BNS (2015), «Réserves monétaires officielles et autres actifs en monnaies étrangères» <https://data.snb.ch/fr/topics/snb#!/cube/snbimfra> (19.1.2016)

BNS (2016), «Quelle politique de placement à l'ère des réserves de devises élevées?», conférence donnée par Andréa M. Maechler lors de l'apéritif «Marché monétaire», https://www.snb.ch/fr/mmr/speeches/id/ref_20160331_amr (01.4.2016)

Brunetti, Aymo (2015), «Der irreführende Charme von Staatsfonds», Finanz und Wirtschaft, 6 juin 2015

Conseil fédéral (2006), «Rapport du Conseil fédéral sur l'externalisation et la gestion de tâches de la Confédération (rapport sur le gouvernement d'entreprise)», rapport du 13 septembre 2006 en réponse aux interventions 02.3464, 04.3441 et 05.3003

Conseil fédéral (2014): «Rapport 2014 sur l'évolution du marché suisse des télécommunications ainsi que sur les enjeux législatifs y afférents», rapport du 19 novembre 2013 en réponse au postulat CTT-CE du 29 janvier 2013 (13.3009), <https://www.bakom.admin.ch/dam/bakom/fr/dokumente/2014/11/fernmeldebericht2014.pdf.download.pdf/fernmeldebericht2014.pdf> (16.11.2014)

Credit Suisse (2016), «Moniteur Suisse», 2/2016, <http://publications.credit-suisse.com/index.cfm/publikationen-shop/economie-suisse/monitor-switzerland-q2-2016-fr/> (11.7.2016)

FMI (2007), «Taxonomy of SWFs» in «Global Financial Stability Report», octobre 2007, Annexe 1.2., Washington, 2007.

Föllmi, R. (2015), Unvereinbar mit dem Auftrag der SNB, *Neue Zürcher Zeitung*, 03.08.2015.

Garelli, Stéphane (2016) «Cash rich and investment poor?», Lausanne, 2016, <http://www.imd.org/research/challenges/loader.cfm?csModule=security/get-file&pageID=435166> (6 juin 2016)

Hentov, Elliot (2015) «How do Sovereign Wealth Funds Invest? A Glance at SWF Asset Allocation», Boston, 2015, http://www.ifswf.org/sites/default/files/Publications/How%20do%20Sovereign%20Wealth%20Funds%20Invest_0.pdf (22 février 2016)

Lack, Caesar (2011), «100 Milliarden Franken-Staatsfonds», Fédération suisse du tourisme (présentation), 23 août 2011, Berne.

Rapport «Franc fort et taux d'intérêt bas: possibilités s'offrant à la Suisse»

Preqin (2015), «The 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review», New York 2015, <https://www.preqin.com/item/2015-preqin-sovereign-wealth-fund-review/1/11123> (22 février 2016)

Schmid, M. et F. Bürki (2008), «Die Bedeutung von Staatsfonds für die Schweiz», Die Volkswirtschaft, 7/8-2008.

SECO (2015), «La conjoncture suisse se redresse lentement», communiqué de presse du 17.12.2015, <https://www.seco.admin.ch/seco/fr/home/seco/nsb-news/medienmitteilungen-2015.msg-id-60016.html> (24.2.2016)

Sornette, Didier (2015), «Ein Schweizer Souveränitätsfonds». Schweizer Monat, octobre 2015 <http://www.schweizermonat.ch/artikel/ein-schweizer-souveraenitaetsfonds> (22.2.2016)

Table des abréviations

Table 1: Abréviations sans explication dans le texte

Abréviation	Signification
BNS	Banque nationale suisse
cf.	confer
CO ₂	dioxyde de carbone
Cst.	Constitution fédérale
FAIF	Financement et aménagement de l'infrastructure ferroviaire
FIF	Fonds d'infrastructure ferroviaire
kWh	kilowattheure
LBN	Loi sur la Banque nationale
LFC	Loi sur les finances
LOGA	Loi sur l'organisation du gouvernement et de l'administration
NO _x	oxyde d'azote
par ex.	par exemple
R&D	Recherche et développement
SNB-StabFund	SNB-StabFund (fond de stabilisation de la BNS) Société en commandite

Documentation

Aperçu des mandats d'examen

Table 2: Aperçu des mandats d'examen conformément au postulat Graber

Thèmes	Chapitres
Opportunités	4.1, 4.2, 4.2, 4.4.2
Recommandation de la meilleure variante	5.3
Analyse détaillée des propositions	4.1, 4.2, 4.3, 4.4, 5.1
Fonds souverain alimenté par des emprunts	4.4.2.2
Relations avec l'Union européenne et vigueur du franc	3,4.4.2.2
Investissements dans les infrastructures pour les générations à venir, dans la formation et dans la recherche	4.1
Partenariats public-privé	Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.
Financement quasi gratuit de la dette publique	4.2, 4.3
Financement de la réforme fiscale	4.2, 4.4.2
Nécessité d'une base légale	4.4.3
Placement des ménages dans un fonds souverain	4.4.2.2
Investissements de la BNS dans les actions et les obligations des entreprises	5
État des lieux et descriptions	2, 6
Considérations sur les politiques institutionnelles	4.4.1, 4.4.2.2, 5.3

Le postulat 15.3017

Conseil des États

15.3017

Postulat Konrad Graber, CE
Perspectives d'avenir de la Suisse

Texte du postulat du 02.03.2015

Face à de sombres perspectives pour notre pays, le Conseil fédéral est invité à examiner les possibilités de s'engager résolument vers l'avenir. Pour ce faire, il se fondera sur les opportunités offertes actuellement par la cherté du franc et les taux d'intérêt négatifs, par exemple, pour dresser sans tarder un état des lieux dans lequel il analysera en détail les différentes solutions envisagées. Il mettra en parallèle les

atouts et les faiblesses des propositions, ainsi que les bénéfices et les risques attendus, il établira un rapport et recommandera la meilleure variante à mettre en œuvre.

Développement

La Suisse se trouve aujourd'hui sur la défensive dans de nombreux domaines politiques et doit affronter des blocages. Ce sont essentiellement les relations non réglées avec l'UE et la cherté du franc qui sont à l'origine des difficultés.

Vu la position favorable qu'occupe la Suisse du point de vue de la compétitivité, de l'innovation et de l'attractivité économique, il importe de s'engager résolument vers l'avenir en s'appuyant sur nos atouts et nos avantages, et en saisissant les opportunités du moment.

Dans la situation actuelle, les idées de projets prometteurs fusent de tous les côtés. En voici quelques exemples:

1. créer un fonds souverain alimenté par des emprunts publics à long terme (sur 30 ou 50 ans, par ex.) bénéficiant d'un taux d'intérêt extrêmement bas - voire négatif - dédié à des investissements dans les infrastructures pour les générations à venir, dans la recherche et le développement, et dans la formation en Suisse;
2. promouvoir un partenariat public-privé destiné aux infrastructures pour les générations à venir, à la recherche et au développement, et à la formation en Suisse;
3. exploiter la situation actuelle des taux d'intérêt bas, voire négatifs, pour assurer à long terme un financement quasi gratuit de la dette publique;
4. financer les futures réformes fiscales en lançant des emprunts à long terme bénéficiant d'un taux d'intérêt bas voire négatif;
5. instituer un fonds souverain pour placer la fortune du peuple suisse dans des actifs réels (immobilier, entreprises) à l'étranger (en s'inspirant des nombreux modèles en place dans d'autres pays);
6. inciter la Banque nationale suisse à investir de manière ciblée en renforçant ses participations dans des entreprises industrielles prometteuses à l'étranger;
7. accroître la part d'actions détenues par la Banque nationale suisse dans le placement des réserves de devises à long terme;
8. ...

L'état des lieux proposé s'attachera à saluer et analyser systématiquement les idées et opportunités qui auront été recensées. Ce document comprendra notamment:

- une description de la solution envisagée incluant la structure ou organisation nécessaire, les interactions avec les initiatives déjà prises, l'influence de la politique;
- le type et l'ampleur de l'engagement de la Confédération (sans oublier le frein à l'endettement) ainsi que de la Banque nationale suisse (en préservant son indépendance), de même que la place attribuée dans notre système politique;
- le type et l'ampleur de l'engagement du secteur privé;
- les bénéfices et les risques;
- les exigences de la législation;
- la faisabilité et le calendrier de la mise en œuvre;

Rapport «Franc fort et taux d'intérêt bas: possibilités s'offrant à la Suisse»

- une évaluation à l'aide d'une grille.

En résumé, l'objectif est de dresser un état des lieux détaillé afin de proposer la meilleure variante pouvant être réalisée rapidement.

En s'engageant résolument vers l'avenir et en profitant des opportunités de la situation actuelle, la Suisse ne sera plus sur la défensive et elle assurera prospérité et qualité de vie aux générations futures.

Proposition du Conseil fédéral

Le Conseil fédéral propose d'accepter le postulat.