

LE FONDS SOUVERAIN NORVÉGIEN

MEHMET CANER *
THOMAS GRENNES *

Le fonds souverain norvégien est largement reconnu comme l'un des fonds les plus transparents de sa catégorie. Cependant, il ne publie pas toutes ses informations, et ses dirigeants n'ont pas été tout à fait sincères sur les risques qu'impliquaient leurs investissements. Il s'est comporté comme un fonds de placement équilibré dont les investissements n'ont pas perturbé les marchés plus que d'autres investisseurs institutionnels. Il n'y a aucune raison de restreindre les opérations du fonds hors de la Norvège, mais la question a été posée de savoir si le fonds a été un agent prudent pour le compte des citoyens norvégiens. Si son objet est de protéger les actifs nationaux de la Norvège contre la volatilité des marchés de l'énergie, le fonds peut-il être considéré comme accomplissant sa mission si ses investissements exposent les actifs collectifs à des risques égaux ou supérieurs sur les marchés financiers mondiaux ?

125

RESPONSABILITÉ ET TRANSPARENCE DU FONDS NORVÉGIEN

La transparence du fonds a été bien établie (Truman, Caner et Grennes) et il est considéré comme un modèle pour d'autres fonds souverains. Son nom officiel est Government Pension Fund-Global et il est administré par le Norges Bank Investment Management (NBIM) au sein de la Banque centrale de Norvège. Le NBIM a officiellement pour mission de réaliser des gains maximums par rapport au risque encouru, et il est responsable devant le ministère des Finances et le

* Département d'économie, université de l'État de la Caroline du Nord (États-Unis).

Parlement (*Storting*). Il fournit en temps opportun des rapports réguliers sur ses opérations d'investissement, et ses rapports annuels sont soumis à des audits externes. Malheureusement, sa transparence l'expose à davantage de critiques que certains fonds opaques dont les actions ne sont pas connues du public.

REPORTING INCOMPLET

En tant qu'acteur des marchés financiers, le fonds se réserve le droit de ne pas divulguer certaines informations confidentielles à ses concurrents et au public. Plusieurs pertes importantes subies par le fonds en 2008 mettent en évidence les limites de sa transparence. En août 2008, la presse financière a rapporté que le fonds avait subi des pertes catastrophiques sur des investissements dans Lehman Brothers et Washington Mutual. Selon le quotidien norvégien *Aftenposten*, les pertes du troisième trimestre, d'un montant de 175 milliards de couronnes norvégiennes, s'ajoutant à d'autres pertes constatées plus tôt dans la même année, auraient effacé tous les gains réalisés pendant les dix ans d'existence du fonds. Le *Financial Times* a écrit le 21 septembre que le NBIM avait encore acheté des actions Lehman juste avant que la société se déclare en faillite (le 15 septembre), sur la conviction que le gouvernement américain se porterait au secours de Lehman. Les responsables du fonds n'ont pas confirmé immédiatement le détail de ces pertes et ont renvoyé les interrogateurs au prochain rapport trimestriel, qui serait publié le 25 novembre 2008. Ce rapport fournissait des informations sur le taux de rendement de l'ensemble du portefeuille ainsi que pour les grands agrégats, comme les actions et les actifs à taux fixes, mais sans aucune précision sur le nom des actions achetées. Les rapports annuels publient bien la liste des valeurs en portefeuille, mais les totaux de fin d'année peuvent occulter des informations sur les opérations effectuées au cours de l'année calendaire. Les journalistes et les autres personnes qui ont essayé de récoler les rapports du fonds et les informations de presse en ont été pour leurs frais.

Dans son rapport du troisième trimestre, le fonds annonçait la plus forte perte trimestrielle de son histoire. Les taux de rendement étaient de -7,7 % pour le troisième trimestre, -15,05 % pour les douze derniers mois et -0,43 % sur les trois dernières années. Le fonds a démenti les informations de la presse concernant la perte de tous ses gains de ces dix dernières années, mais a reconnu avoir perdu 65 % des gains antérieurs. Pour les quatre derniers trimestres, le fonds a annoncé avoir perdu 339 milliards de couronnes (environ 50 Md\$) sur un total de 558 milliards de couronnes de gains cumulés pendant toute l'existence du fonds. Dans la mesure où la détérioration des marchés

financiers s'est poursuivie pendant le quatrième trimestre, le rapport annuel pourrait être plus riche en informations.

SÉLECTIONNER ET PUBLIER LES RISQUES DE PORTEFEUILLE

Les responsables n'ont guère été sincères dans la publication du niveau de risque du portefeuille et sur la manière exacte dont ce niveau avait été choisi. Yngve Slyngstad, directeur exécutif du NBIM, et Kristin Halvorsen, ministre des Finances, ont tous deux réaffirmé, en 2008, que les investisseurs devaient accepter la volatilité à court terme pour bénéficier des investissements à long terme. De telles déclarations donnent l'impression que les gérants sont des investisseurs passifs avec des portefeuilles aux contenus fixes et un biais constant. Bien au contraire, les gérants ont continuellement modifié la composition de leurs portefeuilles afin d'en augmenter le taux de risque. La volatilité croissante des bénéfiques est en partie la conséquence de changements délibérés de politique de la part des gérants, et pas seulement des forces aveugles des marchés financiers. Le NBIM, avec l'approbation du ministère des Finances et du Parlement, s'est tourné vers des actifs à taux fixes plus risqués et une proportion croissante d'action. À son origine, le portefeuille du NBIM était exclusivement composé d'obligations gouvernementales sans risques. Il s'y est ajouté progressivement des obligations d'entreprises, des titres hypothécaires, des obligations de qualité inférieure, de l'immobilier et du capital-risque (*private equity*).

127

Il peut y avoir des raisons d'opter pour un portefeuille plus risqué, mais elles n'ont pas encore été démontrées. Le fait que le cours des actions ait baissé par rapport aux prix du pétrole est-il une bonne raison pour augmenter la part des actions dans le portefeuille ? Si le portefeuille initial représentait un compromis optimal entre risque et rendement, pourquoi aller vers un portefeuille plus risqué ? N'y a-t-il aucune limite au taux de risque du portefeuille du fonds ? Si le fonds avait été un fonds commun de placement privé qui promettait dans son prospectus un certain niveau de risque, il serait exposé à des accusations de publicité mensongère.

Le taux de risque d'un portefeuille d'actifs dépend, entre autres choses, de la corrélation entre les composantes de ce portefeuille. Le fait que le gouvernement norvégien possède à la fois des réserves pétrolifères et des actions de sociétés pétrolières augmente le taux de risque du « portefeuille d'actifs nationaux ». Les prix du pétrole et les cours des compagnies pétrolières montent et descendent ensemble. Il est difficile de comprendre pourquoi le NBIM a constitué un portefeuille dans

lequel quatre des six plus grandes sociétés sont des compagnies pétrolières (Exxon-Mobil, Royal Dutch Shell, British Petroleum et Total). Le NBIM n'a pas la responsabilité des réserves pétrolières, et la compagnie pétrolière nationale (Statoil) n'a pas la responsabilité des investissements financiers, mais quelqu'un au gouvernement devrait avoir conscience de la corrélation et de sa signification pour l'augmentation du risque du portefeuille. L'étroitesse de vue des responsables de certains départements peut créer des problèmes.

Le NBIM rend compte au ministère des Finances et est tenu de maintenir son portefeuille effectif à une distance prescrite du portefeuille de référence défini par le ministère. Des limites ont été fixées à la proportion maximum d'actions (elle a été portée de 40 % à 60 % en 2007) dans le portefeuille et au pourcentage maximum d'actions d'une société détenues par le fonds. Les documents publiés par le fonds font des comparaisons approfondies du portefeuille investi par rapport au portefeuille de référence, y compris les taux de rendement supérieurs et les erreurs de suivi. Les petites déviations du *benchmark* donnent des informations sur les résultats (Hammer et *al.*), mais limiter la comparaison à ces deux portefeuilles peut être trompeur. On occulte le fait que les deux portefeuilles sont devenus de plus en plus risqués par rapport à d'autres portefeuilles possibles, avec d'autres combinaisons d'actions et d'actifs à taux fixes. Le portefeuille effectif est devenu plus risqué que les grands indices boursiers (Caner et Grennes), et il n'a pas performé aussi bien que les portefeuilles défensifs préférés par les banques centrales traditionnelles. L'idée de base de la création du NBIM en tant qu'institution distincte, en 1998, était qu'en investissant dans les actions et autres actifs délaissés par les banques centrales traditionnelles, le fonds pourrait obtenir un taux de rendement/risque plus élevé. Le moment choisi pour privilégier les actions fut malencontreux pour le fonds, car la période ultérieure a été l'une des pires qu'aient connue les marchés d'actions en un siècle.

PERFORMANCE DU FONDS ET STRATÉGIES ALTERNATIVES

Les performances du fonds ont été similaires à celles de fonds communs de placement équilibrés pour ce qui est du taux de rendement et du risque. Il n'y a guère de signes de motivations politiques. Certains placements ont été exclus pour des raisons « éthiques », mais des fonds communs de placement dits « socialement responsables » excluent aussi certaines sociétés. La publicité donnée aux exclusions n'a pas eu d'effets durables sur le cours des actions exclues (Beck et Fidora, 2008). Les achats d'actions n'ont eu que des effets temporaires sur les cours (Kotter et Lel, 2008).

Un des principaux objectifs du fonds est d'assurer au public une certaine protection contre la volatilité des marchés de l'énergie. L'épuisement des réserves pétrolières est un problème à long terme, mais la volatilité des prix a été récemment la principale cause de volatilité des revenus. Pour accroître la stabilité, le fonds doit investir les revenus du pétrole dans des actifs financiers qui produisent un flux de revenus plus stable que la courbe des revenus pétroliers. Pour réussir, un fonds souverain doit apporter une stabilité plus grande que les prix pétroliers et le faire mieux qu'une banque centrale. Dans le cas de la Norvège, la Banque centrale jouait ce rôle avant la création du NBIM en 1998, en investissant dans des actifs à revenu fixe, et sans détenir aucune action. En réalité, ces dernières années, les portefeuilles d'actifs sans risques ont surperformé les portefeuilles du NBIM et tous les portefeuilles comprenant des actions. Sur le long terme, les actions pourraient générer une prime sur les actifs moins risqués, mais après une décennie d'expérience, cette prime reste davantage un espoir qu'un acquis pour le NBIM.

Le fonds a-t-il bien servi la Norvège en protégeant la population des vicissitudes du marché pétrolier mondial ? Le choix de la composition et du niveau de risque est particulièrement important pour un fonds souverain. Les fonds sont par nature paternalistes, en ce sens que les gérants font des choix pour le compte de l'ensemble de la population. Une alternative à ce choix collectif serait de distribuer le revenu pétrolier en baissant les impôts ou en servant des dividendes (comme le fait le fonds de l'Alaska). Dans cette hypothèse, les particuliers pourraient se constituer des portefeuilles conformes à leurs préférences en matière de risque. Les personnes ayant une forte aversion au risque pourraient investir dans des obligations américaines sûres et ceux qui ont une moindre aversion investir dans les centres commerciaux et les casinos de Las Vegas. Un fonds souverain doit choisir un portefeuille unique qui soit optimal pour chacun. S'il existe un consensus chez les Norvégiens pour continuer d'autoriser le ministère des Finances et le fonds à faire des choix collectifs en matière de risque, le choix du taux de risque optimal reste une question importante (Aizenman et Glick, 2008). Comment choisir le taux de risque optimal en présence de différentes préférences de risque, et le taux optimal évolue-t-il avec le temps ? Si le niveau de risque était optimal avec 40 % d'actions, qu'est-ce qui a changé pour qu'il passe à 60 % ? Slyngstad a proposé que le fonds augmente la part des actions chaque fois que le prix relatif des actions tomberait en dessous des prix du pétrole. Y a-t-il une limite au taux de risque du fonds ? Elle ne serait guère apparente dans les récentes déclarations de Slyngstad : « Le NBIM est dans une situation unique par rapport au marché en ce moment et le volume de nos achats

sur le marché boursier en 2008 atteint un record » (Financial Times, 2008). La capacité du fonds à acheter des actions, ou toute forme d'actifs, a été réduite lorsque les prix du pétrole ont chuté de 147 dollars le baril en juillet à 40 dollars en décembre. S'il n'y a aucune limite au risque que les gérants sont prêts à supporter, qu'est-ce qui empêchera le portefeuille du fonds de devenir plus risqué qu'un portefeuille constitué seulement de réserves pétrolières ? En avril, bien après l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis, des responsables du fonds et du ministère des Finances ont évoqué avec enthousiasme leur nouvelle décision d'investir dans l'immobilier, y compris des bureaux et des centres commerciaux (Financial Times).

DEUX POIDS, DEUX MESURES POUR LES FONDS SOUVERAINS ?

La Norvège et d'autres fonds souverains ont été invités à adhérer à un ensemble de critères de transparence contenus dans les Principes de Santiago (FMI, 2008). Deux incidents récents suscitent la crainte que l'on puisse appliquer la règle de « deux poids, deux mesures » :

- le président français, Nicolas Sarkozy, a suggéré la création de fonds souverains protectionnistes visant à empêcher la prise de contrôle de sociétés nationales ;

- le gouvernement américain a réagi à la crise du crédit par des interventions massives sur les marchés financiers qui étaient loin d'être transparentes.

Le président Sarkozy a proposé des fonds souverains pour la France et l'Union européenne qui empêcheraient la prise de contrôle de sociétés nationales par des fonds souverains étrangers, même si les objectifs d'investissement n'avaient rien de politique. L'Italie a également envisagé de légiférer pour limiter les investissements de fonds d'États étrangers (New York Times). Ce protectionnisme des pays hôtes ne violerait-il pas les directives sur la protection des investisseurs de l'OMC et les Principes de Santiago qui visent les fonds souverains ?

La crise mondiale du crédit de 2007-2008 a entraîné d'importantes interventions des gouvernements sur les marchés financiers de par le monde, et nombre d'entre elles ont été qualifiées d'opaques, voire de « subreptices », plutôt que transparentes. Aux États-Unis, le secrétaire au Trésor Paulson s'est vu confier d'importants pouvoirs discrétionnaires sur l'utilisation de 700 Md\$ pour pallier le blocage des marchés du crédit. Comment l'argent a été utilisé et ce que le Trésor a obtenu en échange restent inconnus, bien après l'instauration du Toxic Asset Recovery Program (TARP). La Réserve fédérale a mis en œuvre de

nouveaux programmes de financement pour atténuer la crise, mais la Réserve fédérale a refusé de divulguer l'identité des emprunteurs ou les garanties qu'ils offriraient. L'agence de presse Bloomberg a engagé une action en justice sur la base de la loi sur la liberté de l'information. Dans le passé, la Réserve fédérale n'a pas révélé l'identité des emprunteurs, même après une période de cinq ans. Si cette pratique constitue une protection légitime des informations commerciales privées, pourquoi les fonds souverains devraient-ils être soumis à des normes de transparence supérieures ? Larry Summers (2007), conseiller économique dans l'administration Obama, avait mis en garde contre les dangers qu'il y avait pour le gouvernement américain à acquérir des participations dans des sociétés privées, mais maintenant le gouvernement détient des droits mal définis dans des sociétés privées dont, semble-t-il, des warrants et des options dont les prix d'exercice n'ont pas été rendus publics.

BIBLIOGRAPHIE

- AIZENMAN J. et GLICK R. (2008), « Sovereign Wealth Funds : Stylized Facts about their Determinants and Governance », NBER Working Paper 14562, décembre.
- BECK R. et FIDORA M. (2008), « The Impact of SWFs on Global Financial Markets », Banque centrale européenne, juillet.
- BERGLUND N. (2008), « Market Turbulence Wipes Out Oil Fund's Stock Gains », *Aftenposten*, 3 octobre.
- CANER M. et GRENNES T. (2008), « Sovereign Wealth Funds : the Norwegian Experience », Social Science Research Network, 4 novembre.
- FMI, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, www.iwg-swf.org.
- HAMMER C., KUNZEL P. et PETROVA I. (2008), « Sovereign Wealth Funds : Current Institutional and Operational Practices », International Monetary Fund Working Paper, août.
- KOTTER J. et LEL U. (2008), « Friends or Foes ? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets », Board of Governors, Federal Reserve System, Washington DC, août.
- LIINANKI C. (2008), « Norway's Pension Fund to Diversify », *Financial Times*, 20 avril.
- NBIM (2008), « Substantial Market Fluctuations and Considerable Uncertainty », novembre, www.norges-bank.no.
- NEW YORK TIMES (2008), « France Suggests Wealth Funds for European Stocks », 22 octobre.
- SUMMERS L. (2007), « Funds that Shake Capitalist Logic », *Financial Times*, 29 juillet.
- TRUMAN E.-M. (2007), « A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds », Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, 19 octobre.

