



NORWEGIAN MINISTRY OF FINANCE

Optimisation du niveau des réserves et de leur affectation en actifs financiers

*Séminaire de haut niveau sur
«Ressources naturelles, finances et développement:
Faire face aux anciens et nouveaux défis»
organisé par l'Institut du FMI et la Banque d'Algérie
à Alger les 4 et 5 novembre 2010*

Thomas Ekeli

Délégation norvégienne à l'OCDE et Ministère des finances

Plan

Énoncé du problème

L'expérience économique de la Norvège

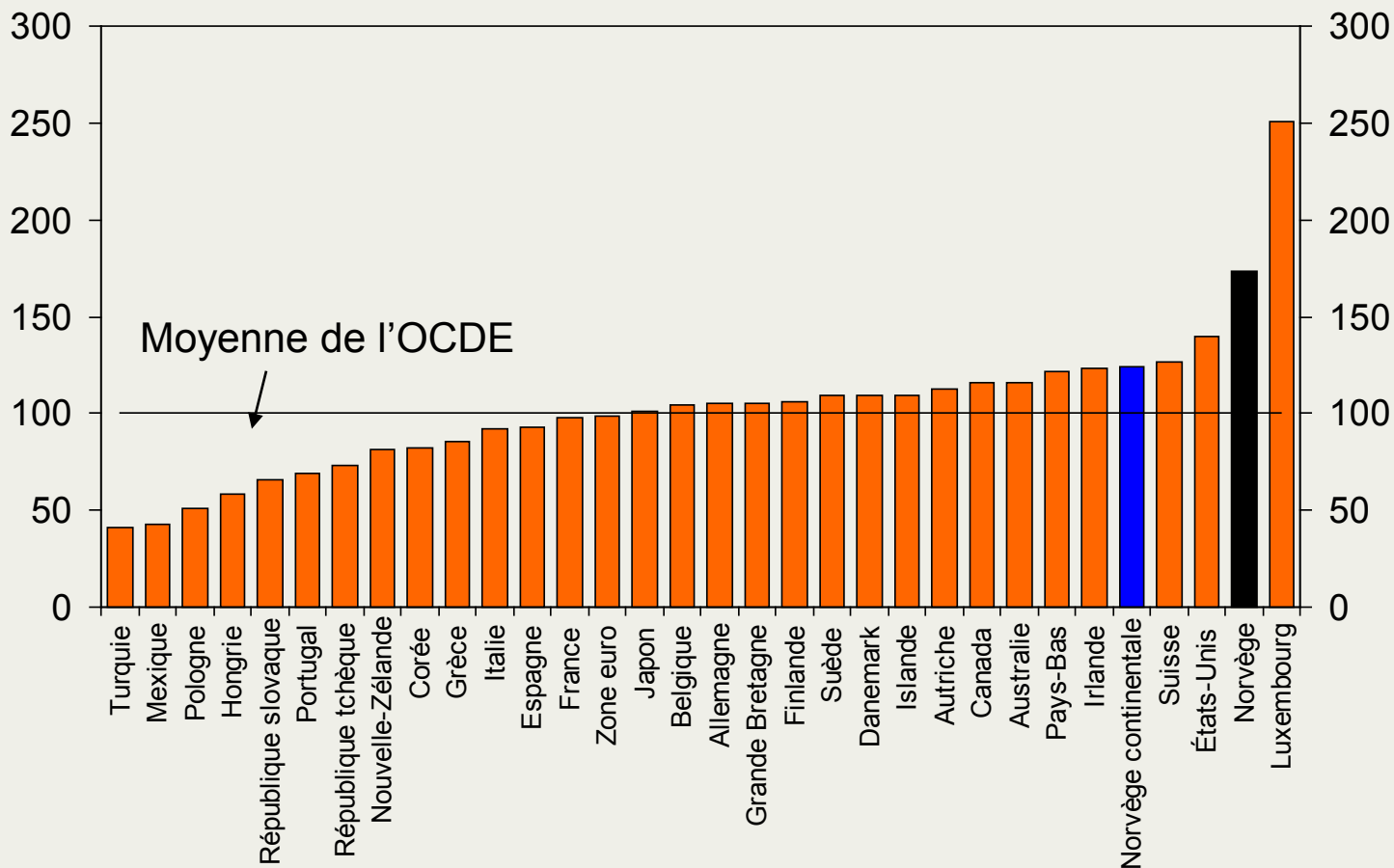
L'expérience financière de la Norvège (stratégie
d'investissement)

Gouvernance

Conclusions

La prospérité de la Norvège est due à bien d'autres facteurs que le pétrole

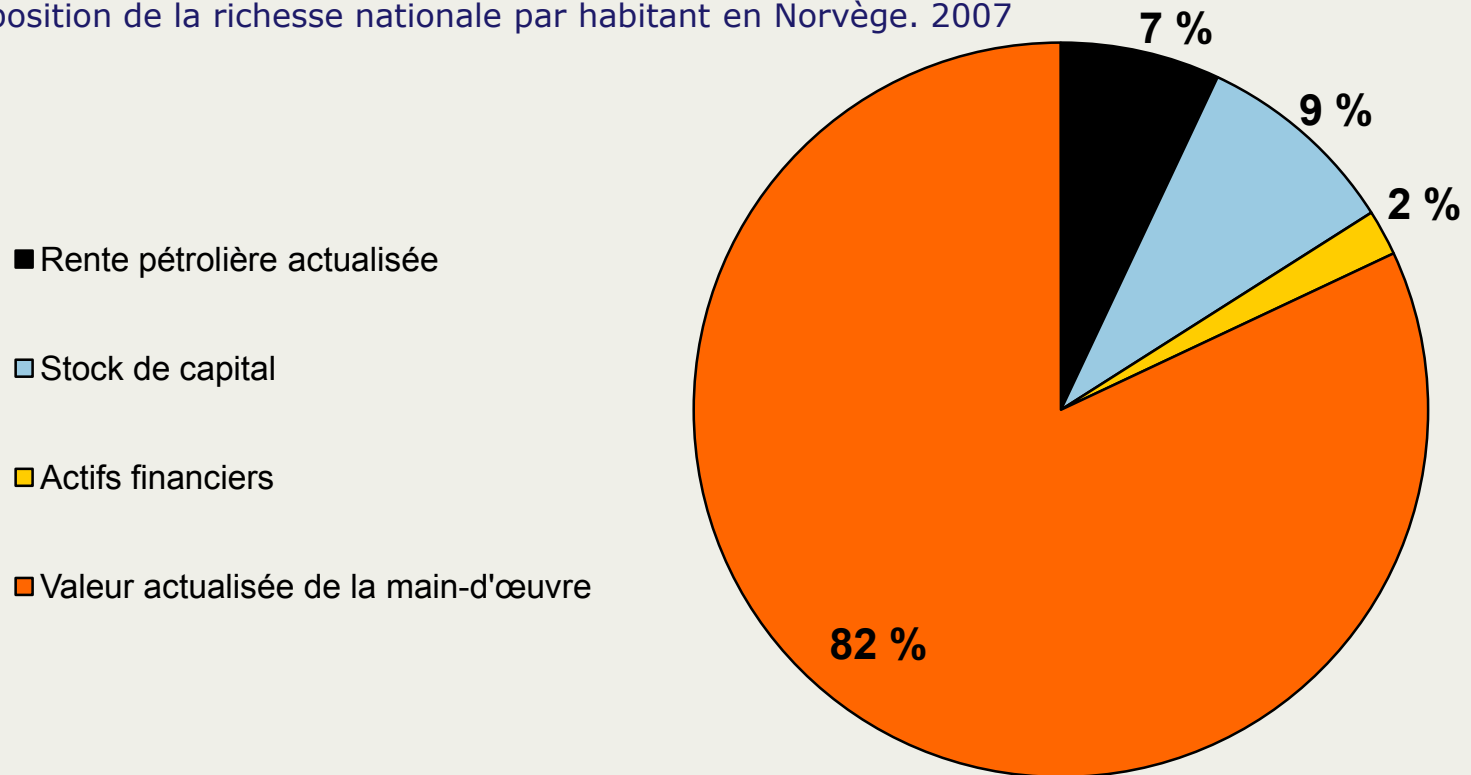
PIB par habitant de 2008, en PPA, OCDE = 100



Source: OCDE, Panorama des comptes nationaux, 2009.

Quelles sont les ressources les plus importantes? - Les ressources humaines...

Composition de la richesse nationale par habitant en Norvège. 2007



Source: Ministère des finances, NB09

À long terme, la productivité est essentielle au bien-être

Résultats de l'étude de l'OCDE sur la croissance

- Politique macroéconomique visant la stabilité (+)
- Marchés des produits adaptables et concurrentiels (+)
- Haut degré d'ouverture au commerce extérieur (+)
- Marché du travail flexible (+)
- Éducation et formation (+)
- Fiscalité. élevée (-)
- Dépenses de R&D (+)

Gestion patrimoniale – de la théorie à la pratique: transition réussie du pétrole à d'autres actifs

Constat essentiel:

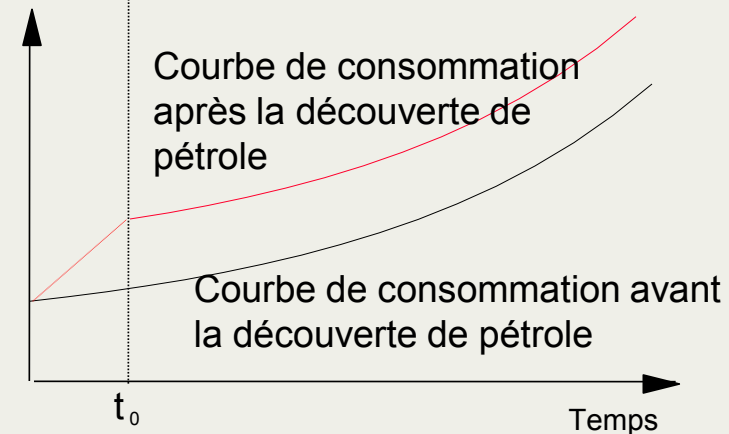
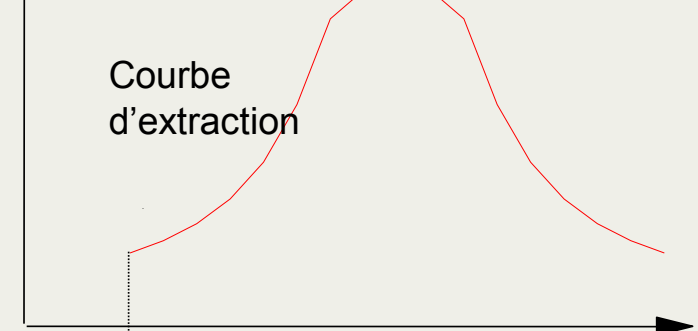
Les recettes pétrolières sont **différentes**:

- Issues de l'épuisement de la richesse réelle
- Volatiles et incertaines (prix & volume)
- Problème de gouvernance – «de l'argent pour rien»

- **Stratégie d'épargne:** nécessité de découpler l'épargne des flux de recettes pétrolières

- **Instrument d'épargne:** nécessité de maîtriser la gouvernance de l'épargne (fonds pétrolier)

Transition de recettes volatiles à une courbe de consommation lisse



Affectation optimale – considérations majeures

1. Le point de départ du pays

- Stade de développement économique
- Force des institutions publiques et de la culture politique

2. Volume des actifs pétroliers

- Impact sur l'économie réelle
- Stratégie d'épargne : fonds de stabilisation ou fonds d'épargne à long terme

3. Choix économiques et de politique d'investissement

- Transformation des actifs pétroliers en d'autres actifs (ressources humaines, physiques, financières), intérieurs ou extérieurs, pour diversifier et accroître les rendements
- Risques et avantages perçus des divers choix d'affectation
- Combien faut-il dépenser aujourd'hui /épargner pour demain (taux d'actualisation)

4. Modèle de gouvernance

- Répartition entre diverses organisations de responsabilités clairement définies, avec exigence disciplinaire de résultats
- Acceptation et engagement des parties prenantes essentielles, favorisés par des consultations et la transparence, pour garantir le succès de la stratégie

Dans les PMA, les investissements intérieurs devraient être très rentables, mais il y a des pièges à éviter...

1. Manque de discipline budgétaire

- Problème : comment transformer des revenus exceptionnels en revenus permanents?
- Surchauffe et désindustrialisation au lieu d'une croissance soutenue plus élevée

2. Mauvais placements

- Gros investissements industriels à fort prestige politique (souvent dans des entreprises publiques)
- Projets d'infrastructures publiques à rendement économique incertain/faible
- Éducation générale négligée

3. Flou de la politique structurelle

- But principal : capter une partie des recettes provenant des ressources naturelles
- La croissance de la productivité dans les secteurs non pétroliers faiblit
- Baisse de l'offre de main-d'œuvre

4. Mauvaise gouvernance

- La richesse tirée des ressources naturelles va souvent de pair avec des institutions publiques faibles
- Recherche de rente et augmentation des risques de corruption

Le modèle du fonds pétrolier norvégien : stratégie d'épargne distincte de l'instrument d'épargne

- Le fonds est totalement intégré dans le budget de l'État
 - ✓ outil de renforcement du processus budgétaire
 - ✓ mise en valeur des institutions en place
- Les ressources du fonds sont placées uniquement en actifs financiers étrangers
 - ✓ protection de l'économie nationale
 - ✓ diversification des risques et rendement maximal
 - ✓ investisseur financier
- Haut degré de transparence
 - ✓ recueillir l'appui de l'opinion publique à la gestion des recettes pétrolières

Le mécanisme du fonds – intégré au processus budgétaire

Revenus des placements

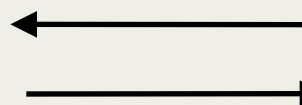


Grandes caractéristiques

- Horizon de placement à très long terme (fonds perm.)
- Pas de demandes de retraits de gros montant ou immédiats
- Pas de liens directs avec les passifs

Le fonds est donc bien armé pour faire face aux risques

Recettes pétrolières



Transfert pour financer le déficit hors pétrole



Directive de politique budgétaire
(dépenser à terme le rendement réel du fonds, estimé à 4%)

Ensemble des recettes



Dépenses

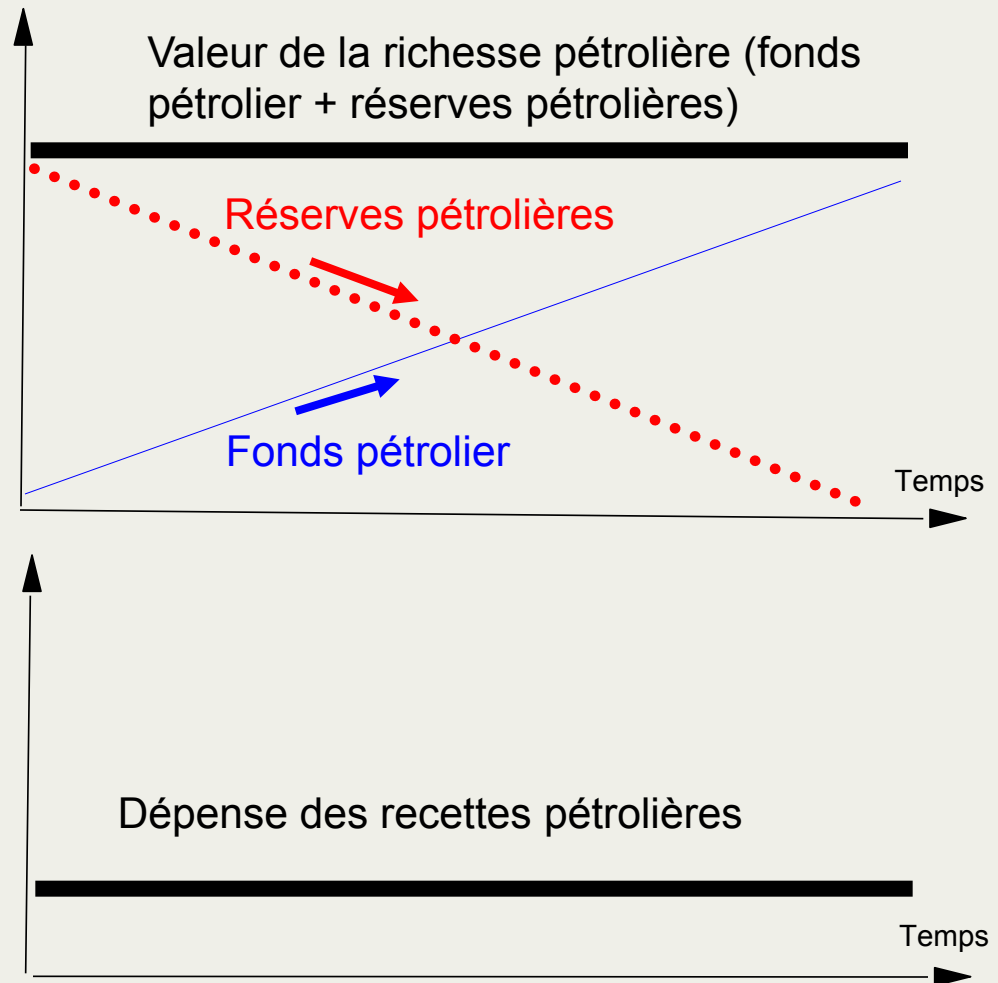
Tableau budgétaire illustratif

A1 Recettes non pétrolières	25
A2 Recettes pétrolières (brutes)	50
<u>A Total des recettes</u>	<u>75</u>
B1 Dépenses non pétrolières	35
B2 Dépenses pétrolières	10
<u>B Total des dépenses</u>	<u>45</u>
C Solde budgétaire global (A-B)	30
<u>D2 Transfert au fonds pétrolier(A2-B2)</u>	<u>40</u>
D1 Solde budgétaire hors pétrole (A1-B1)	-10
<u>Transfert du fonds pétrolier =D1</u>	<u>10</u>
Excédent = 0	0

Pour une règle de dépense adaptée

- Dépend du pays, en fonction entre autres du stade de développement, des possibilités d'investissement intérieur, de la capacité d'absorption et du système de gouvernance
- Rappel utile : la règle du revenu permanent : «utiliser le rendement réel de la richesse pétrolière»

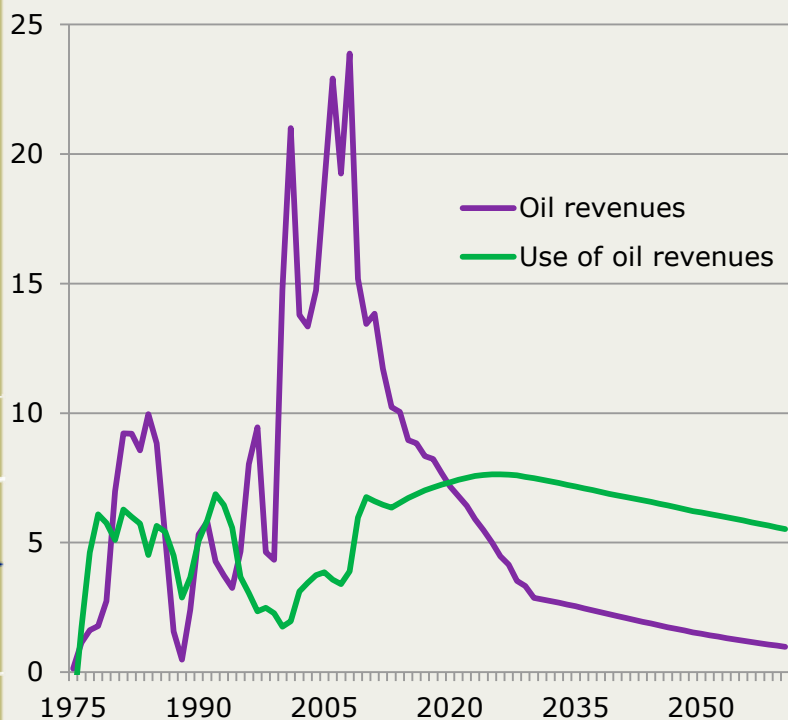
La valeur réelle de la richesse pétrolière reste stable, et l'on dépense le «revenu durable estimé» de cette richesse. Tirage perpétuel du même montant.



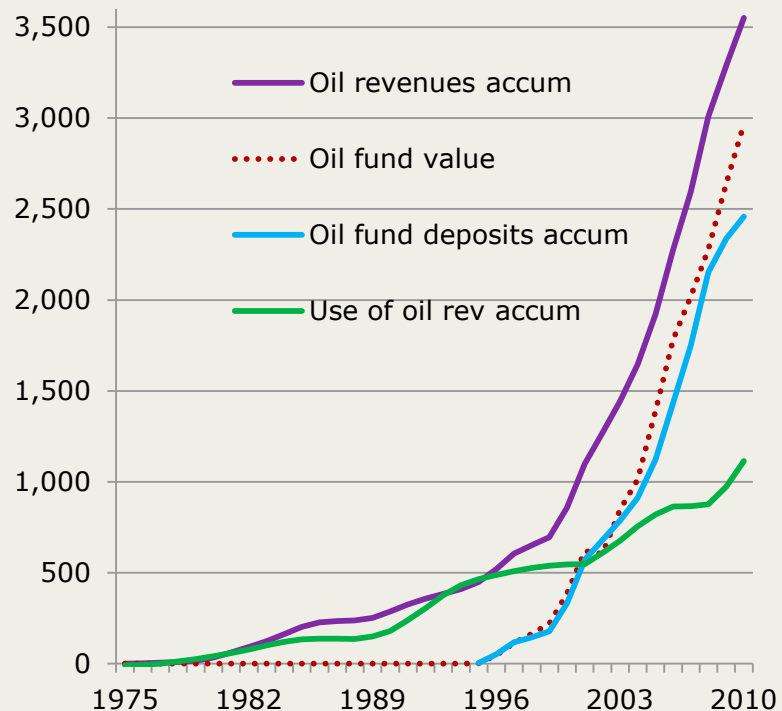
Note : graphiques à valeur d'illustration générale seulement

Norvège : des recettes pétrolières abondantes et fluctuantes réparties entre dépenses intérieures et épargne du fonds pétrolier

Recettes pétrolières publiques et déficit hors pétrole (% du PIB tendanciel)

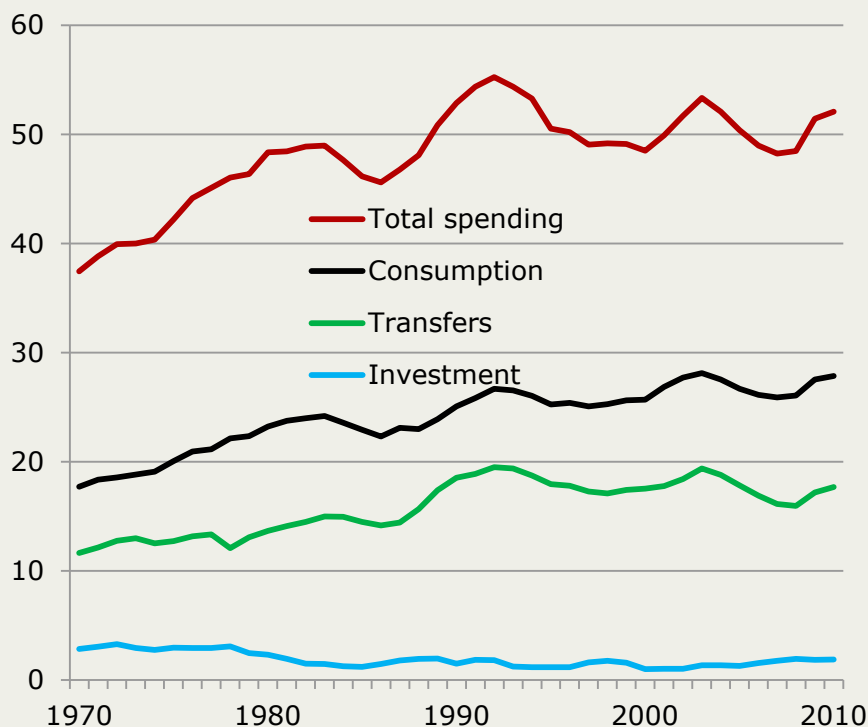


Recettes pétrolières accumulées, emplois intérieurs et épargne du fonds pétrolier (milliards de NOK)

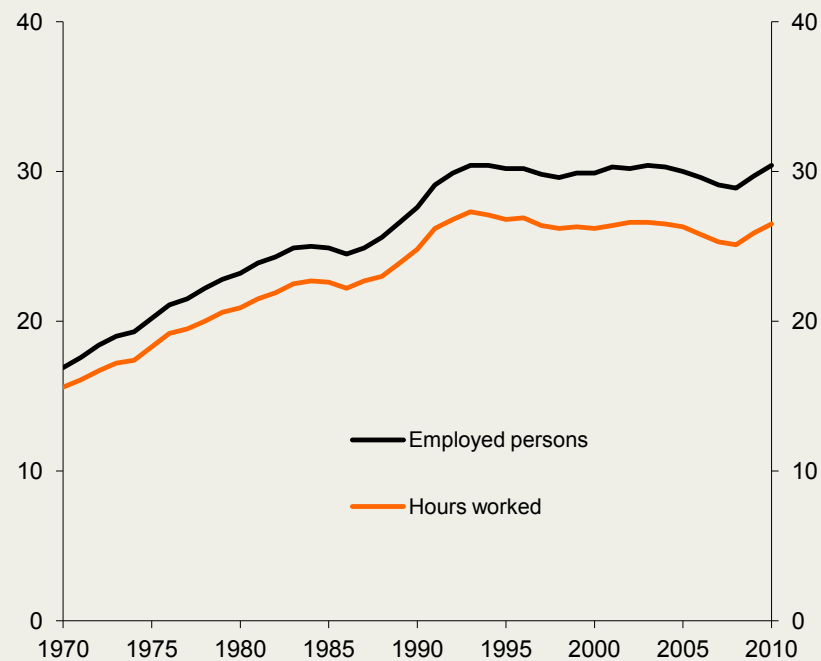


Norvège : les recettes pétrolières ont favorisé l'expansion des services publics et de l'emploi dans le secteur public 1970-90

Dépenses des administrations publiques (% du PIB hors pétrole)



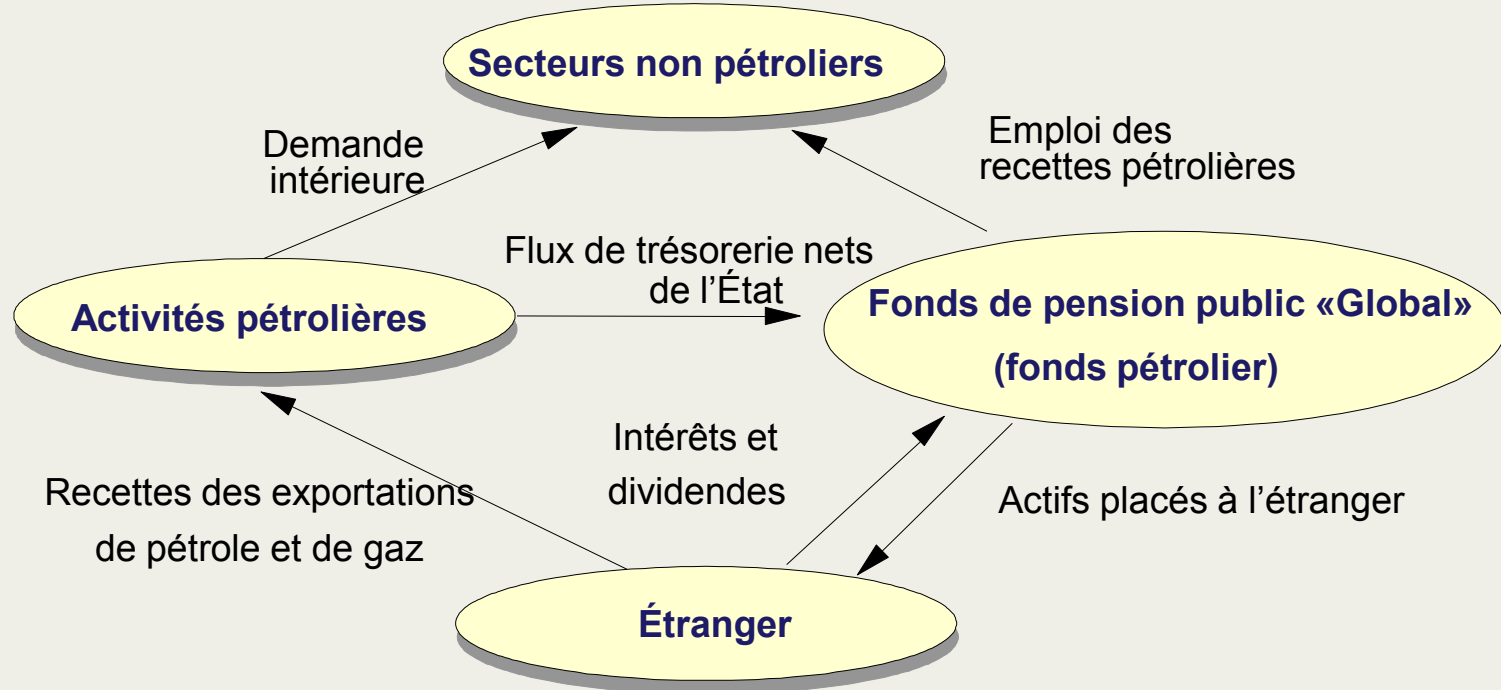
Emploi dans l'ensemble des administrations publiques (% du total)



Norvège : le fonds pétrolier et la stratégie d'épargne sont des outils de stabilisation macroéconomique

Protéger les secteurs non pétroliers de la surchauffe et de la désindustrialisation

- (i) en investissant les actifs du fonds à l'étranger et
- (ii) en décidant du montant des revenus pétroliers qu'il convient d'injecter dans l'économie via le budget de l'État

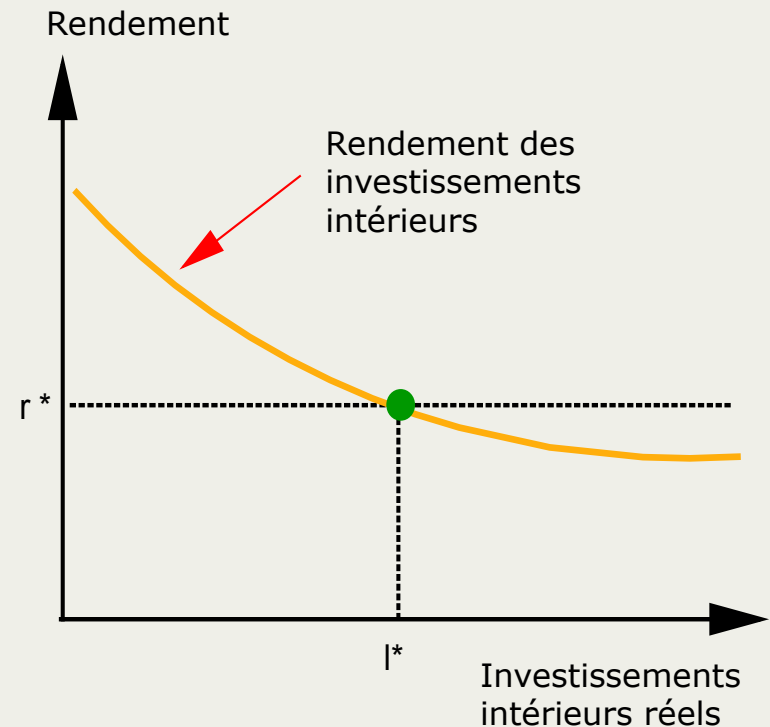


Options de placement du fonds pétrolier

	Actifs physiques	Actifs financiers
Intérieurs	Via le budget (infrastructures, ressources humaines)	Rend l'économie plus cyclique, risque de mauvaise gouvernance (pas d'épargne nationale)
Extérieurs	Placements non liquides, moins transparents (immobilier)	Marchés liquides et efficaces, risques répartis, économie intérieure protégée (obligation, actions)

Les ressources du fonds ne sont pas placées en actifs norvégiens

- Les capitaux pour financer les projets privés ne manquent pas en Norvège et le fonds ne doit pas être un deuxième budget pour les projets de second rang
- L'expansion des investissements intérieurs réels risque de faire baisser le rendement des investissements
- Moyen efficace d'opérer les sorties de capitaux reflétant l'excédent courant
- L'économie intérieure est protégée de la surchauffe et de la désindustrialisation



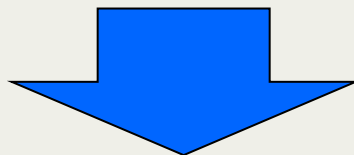
La stratégie d'investissement s'appuie sur les principes d'investissement et les caractéristiques du fonds

Principes d'investissement

- Efficience du marché
- Primes de risque
- Contraintes de taille
- Problématique Principal-Agent
- Externalités

Caractéristiques du fonds

- Grosse taille
- Long terme
- Public



Stratégie d'investissement

Maximise le pouvoir d'achat international attendu de tous les flux de revenus futurs du fonds eu égard à la tolérance du risque des propriétaires ultimes, compte tenu

- des principes d'investissement
- des caractéristiques du fonds

Grandes caractéristiques du marché et principes d'investissement

- Haut degré d'efficacité du marché
 - ✓ Il est plus difficile d'être «surperformant» sur un marché efficient
- Primes pour les risques systématiques seulement
 - ✓ Facteurs justifiant les primes : capital, crédit, liquidité, échéance
 - ✓ Éventuellement aussi : volatilité, tendance, élément devises, montant, valeur
 - ✓ Répartition des facteurs de risque biaisée; variation dans le temps des primes de risque
- Contraintes de taille pour les très gros fonds
 - ✓ Marchés hors cote/non liquides trop étroits pour absorber une part importante
 - ✓ Beaucoup de stratégies de gestion active "purement alpha" ne sont pas modulables
- La problématique principal-agent et les externalités sont importantes
 - ✓ Problèmes P-A omniprésents : propriétaire-direction, investisseur-gestionnaire
 - ✓ Coût total pour le propriétaire universel \neq coût pour les firmes privées, en particulier pour les «propriétaires universels» à long terme

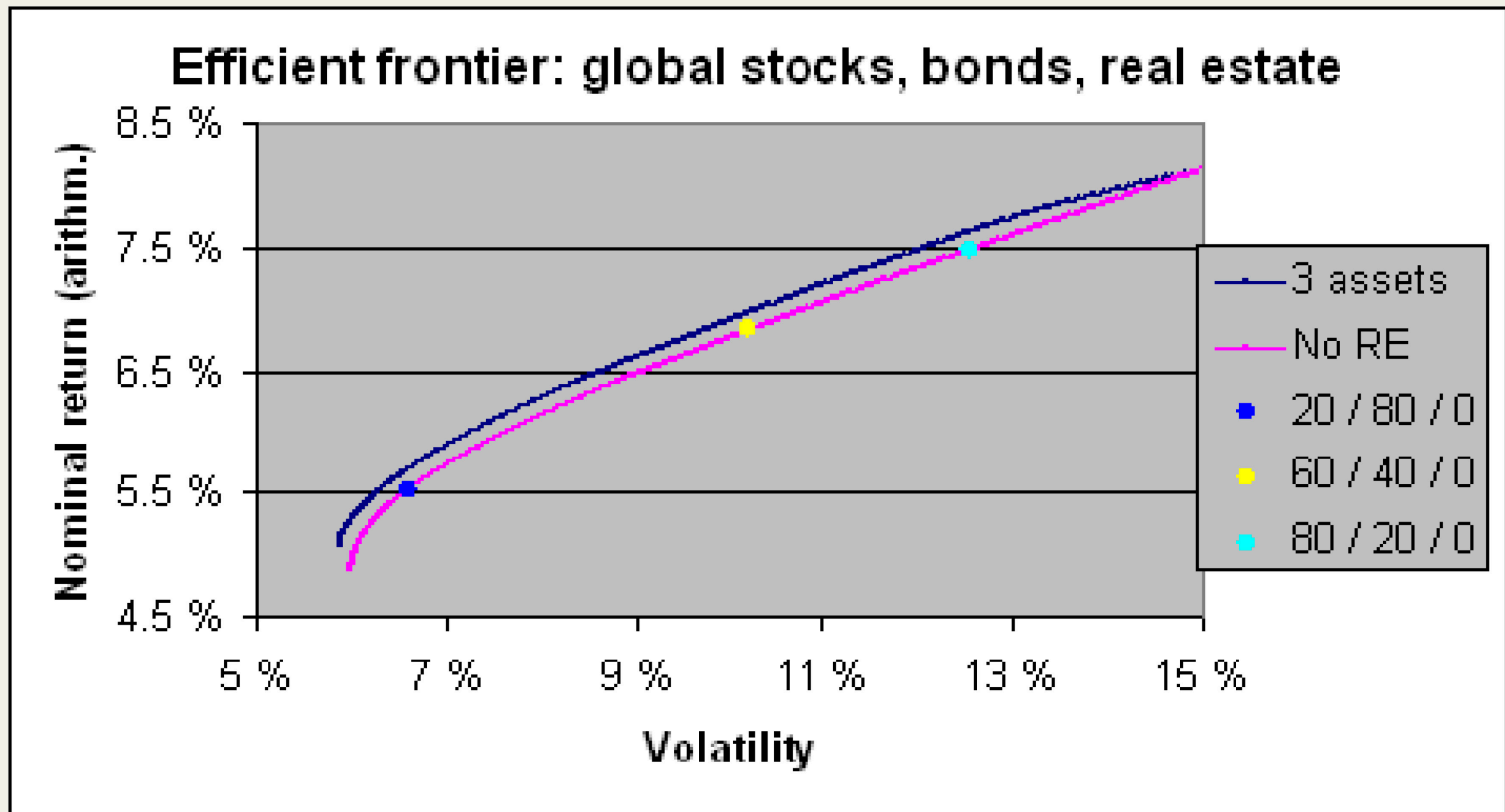
Principales caractéristiques du fonds

- Valeur importante et en rapide augmentation
 - ✓ Environ 480 milliards de dollars EU à fin troisième trimestre 2010
 - ✓ Rapide augmentation attendue ces 10 prochaines années, principalement du fait des rentrées
- Horizon de placement à très long terme
 - ✓ Le principe directeur budgétaire implique en fait un fond permanent
 - ✓ S'il est respecté, pas de demandes de retraits immédiats
- Propriété de l'État norvégien
 - ✓ Accumulation d'actifs qui appartiennent au peuple norvégien
 - ✓ Facteur de risque majeur : perte de la confiance de l'opinion publique dans le fonds
 - ✓ Dans le contexte norvégien, un fonds public nécessite :
 - ✓ Un très haut degré de transparence, condition sine qua non de la compréhension et de la confiance de l'opinion publique
 - ✓ Un large consensus au Parlement sur les thèmes essentiels

Stratégie d'investissement : maximiser les rendements

- Objectif : maximiser le pouvoir d'achat international, en tenant compte
 - ✓ du risque de marché approprié
 - ✓ du risque opérationnel (de réputation) approprié
 - ✓ de pratiques d'investissement responsables
 - ✓ des principes de responsabilités claires, de professionnalisme et de transparence
- Mise en œuvre :
 - ✓ investisseur financier (placement moyen = 1%, maximum 10 % du total)
 - ✓ indexation passive = principal facteur de risque
 - ✓ budget actif des risques (écart de 1% par rapport à repère) délégué à la Norges Bank

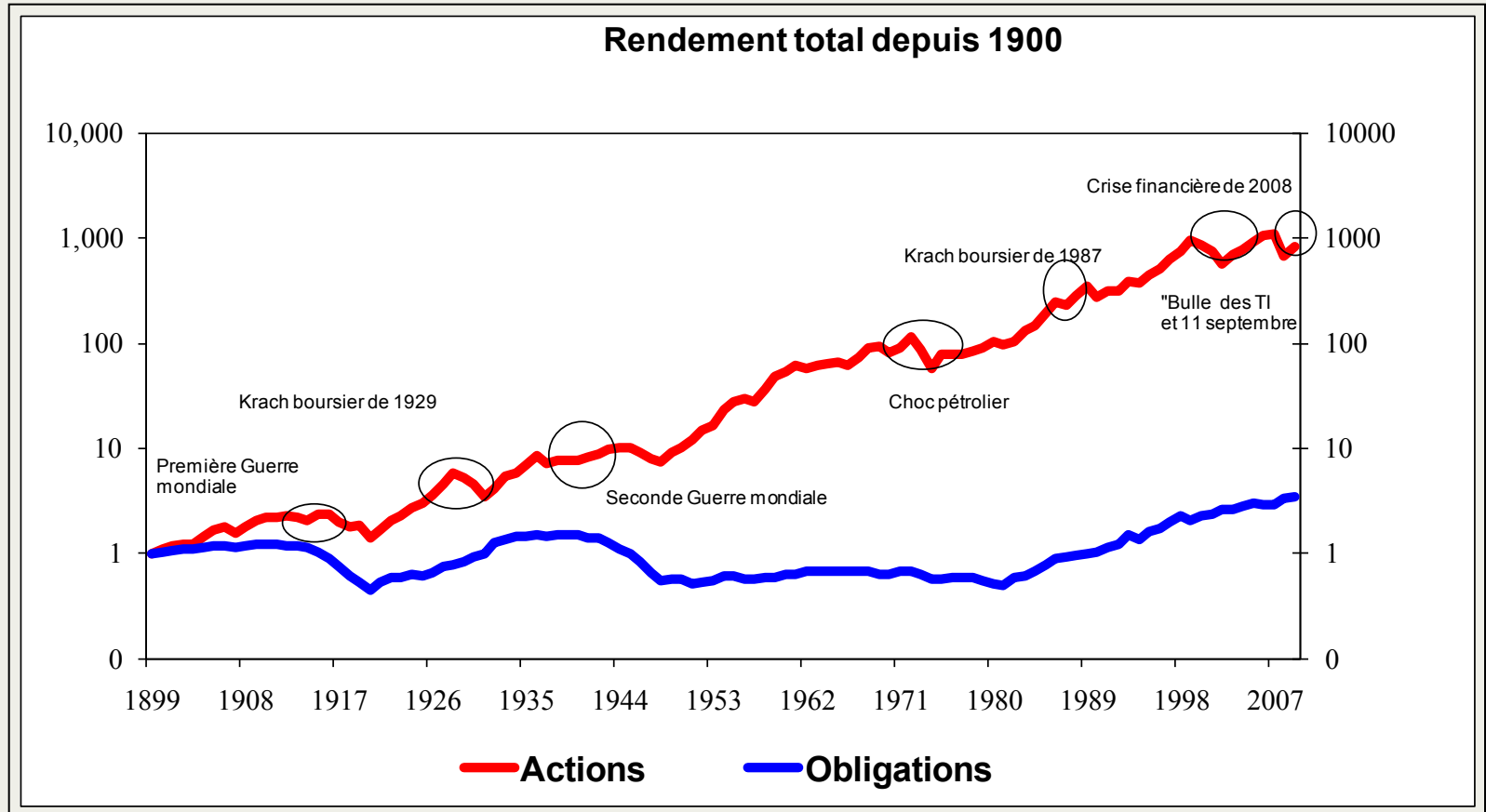
Stratégie d'investissement : illustration du choix risque/rendement



Source : Ministère des finances

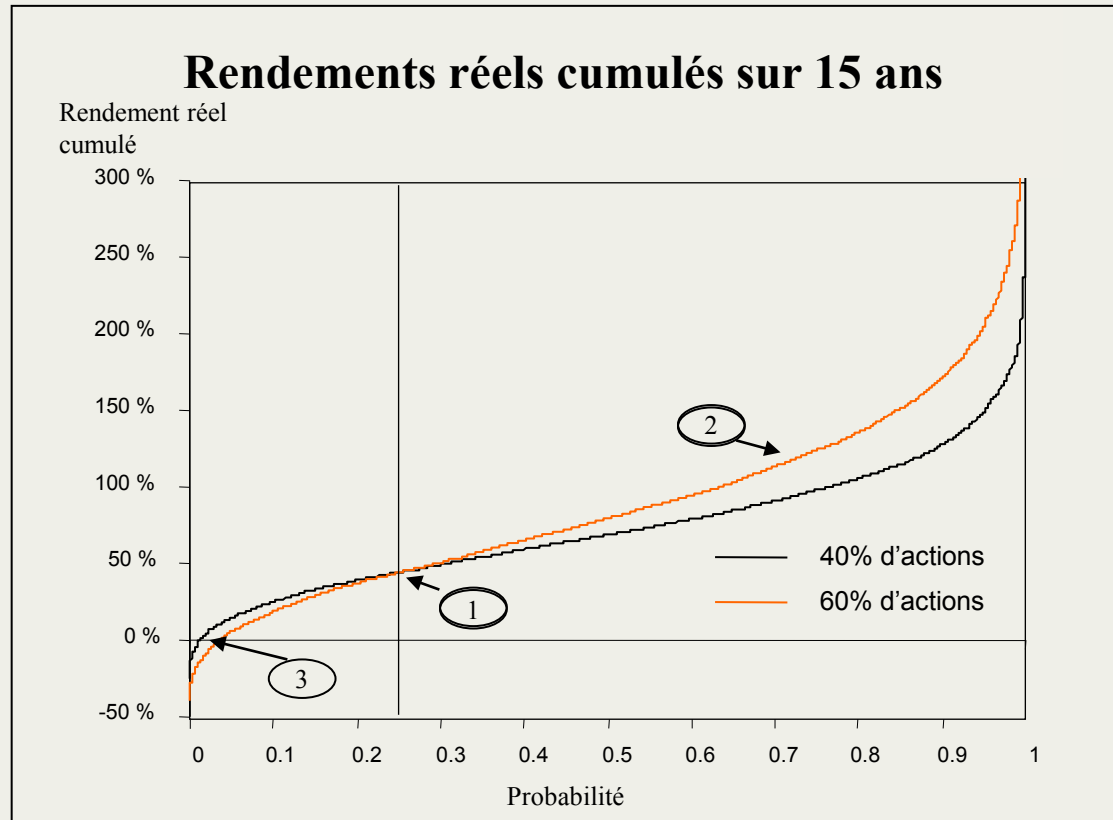
Perspective d'investissement à vraiment long terme?

À fin 2009



Source: Finansdepartementet/Dimson, Marsh and Staunton

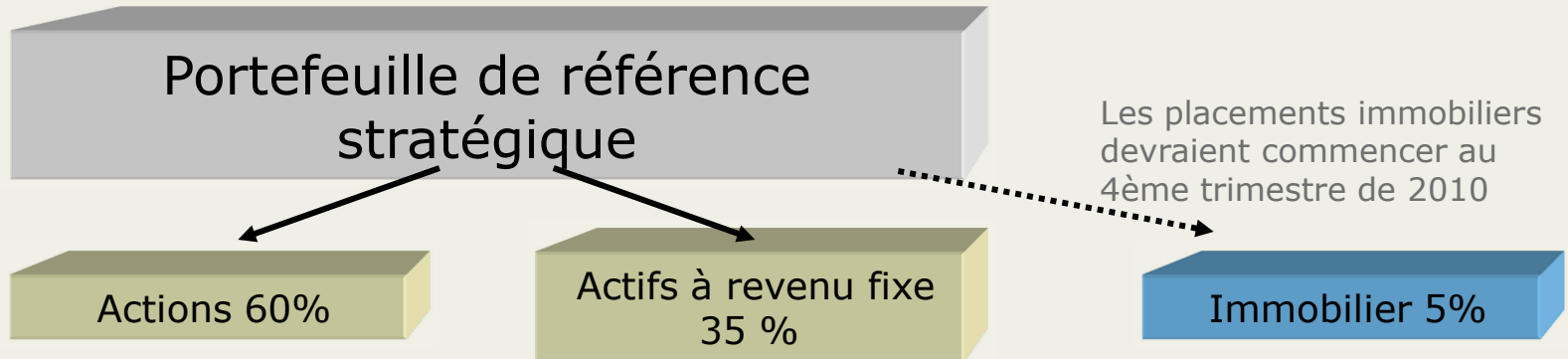
Accroître la part des actions dans le portefeuille? Modélisations de rendements réels cumulés sur 15 ans



1. Probabilité de 25 % que l'augmentation de la part des actions ait pour résultat un rendement réel plus faible.
2. Forte probabilité que le rendement cumulé soit beaucoup plus élevé si la part des actions est de 60 %
3. Probabilité faible de rendement réel négatif quelle que soit la part des actions.

Source: Norges Bank et Ministère des finances

Références pour le fonds de pension «global»



Indice boursier:

FTSE Global All-Cap
Pondérations régionales fixes
> 7 000 titres

Indice des actifs à revenu fixe:

BarCap Global Agg. + Global
Infl.-Linked
Pondérations régionales fixes
> 10 000 titres de premier
rang

Mandat d'investissement dans l'immobilier:

Impossible de
construire un indice
de référence
Indice établi pour
indiquer l'objectif de
rendement

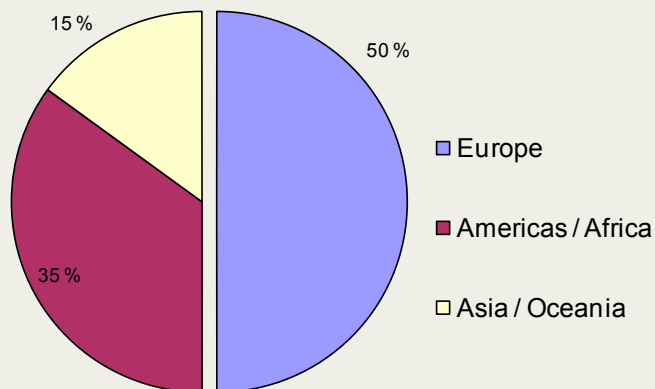
Plafond de risque actif:

Budget de risque actif global :
écart de suivi de 1% (au 1er janvier 2011)
Autres limites (chevauchement minimum etc.)

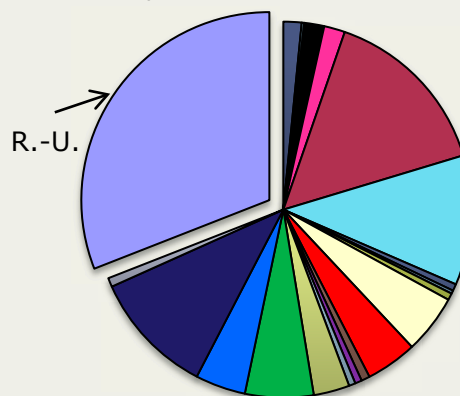
Ensemble spécial de
plafonds de risque,
distinct de ceux des
actions et des actifs
à revenu fixe.

Indices de référence d'importance décisive pour déterminer les placements – Actions

Indices attribués aux régions...

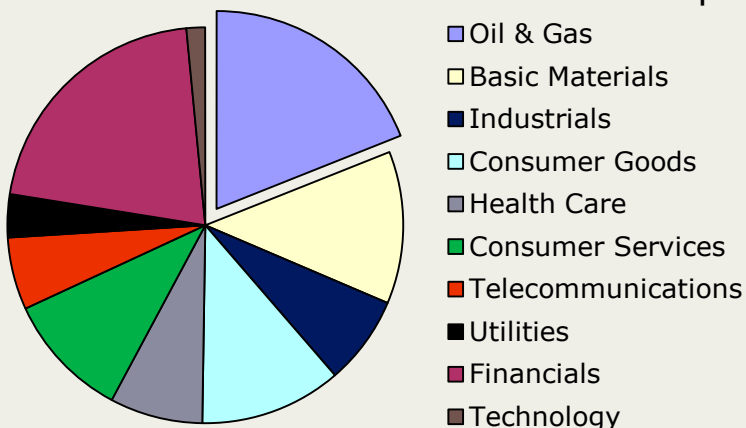


...aux pays européens...

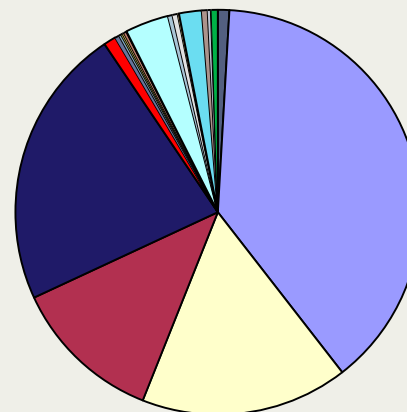


- Belgium
- Czech Republic
- Denmark
- Finland
- France
- Germany
- Greece
- Hungary
- Ireland
- Italy
- Netherlands
- Austria
- Poland
- Portugal
- Russia

...aux secteurs au Royaume -Uni...



...et aux sociétés de secteurs spécifiques au Royaume-Uni.

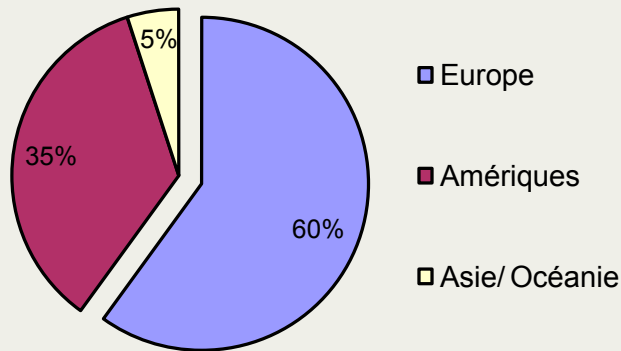


- Amec
- BP
- Royal Dutch Shell B
- BG Group
- Royal Dutch Shell A
- Petrofac
- Heritage Oil
- EnQuest
- Lamprell
- Salamander Energy
- Wellstream Holdings
- Pv Crystalox Solar
- Tullow Oil
- Dana Petroleum
- Soco International

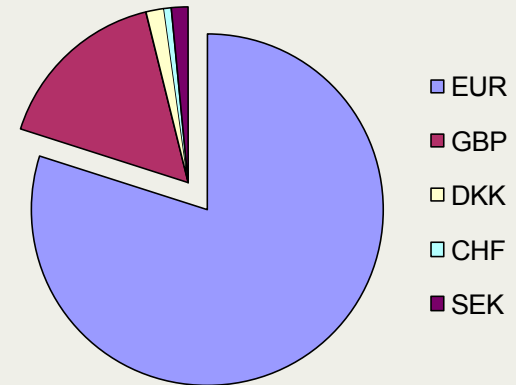
Au 22/04/2010

Indices de référence d'importance décisive pour déterminer les placements – Actifs à revenu fixe

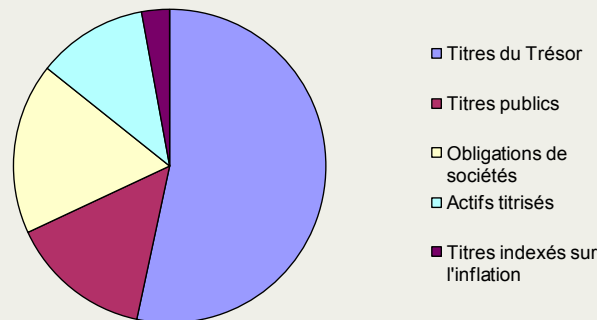
Indices attribués aux régions...



...aux monnaies d'une région spécifique (Europe)...



...aux compartiments du marché dans une monnaie spécifique (EUR).



Au 31/12/2009

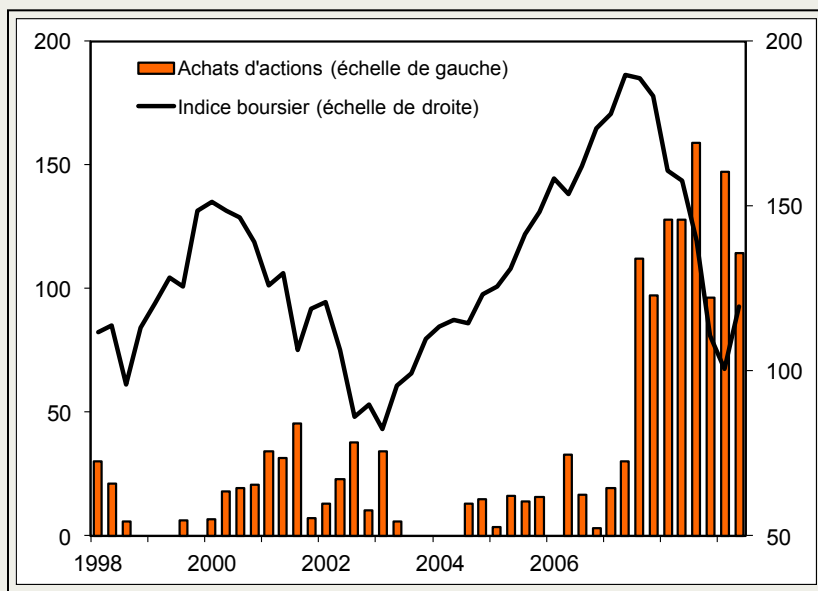
Le fonds est par stratégie largement exposé au risque du marché des actions

- Composition du portefeuille de référence : 60% d'actions mondiales, 35% d'obligations mondiales de premier rang et 5% de placements immobiliers
 - ✓ Un très gros fonds engrange essentiellement des primes de risques
 - ✓ La principale source de risque syst. est le marché des actions
 - ✓ Grande résistance au risque d'où gros engagements
- Système de pondérations fixes et de rééquilibrage
 - ✓ Engagements en permanence compatibles avec la tolérance au risque
 - ✓ Si les primes sur les actions varient dans le temps, cette stratégie convient particulièrement à l'investisseur à long terme
- Part des actions discrétionnaire ou soumise à une règle?
 - ✓ Peu probable que la part optimale des actions dans le portefeuille soit fixe
 - ✓ Il vaut cependant mieux appliquer une règle compte tenu des exigences de responsabilisation, de transparence et de soutien politique

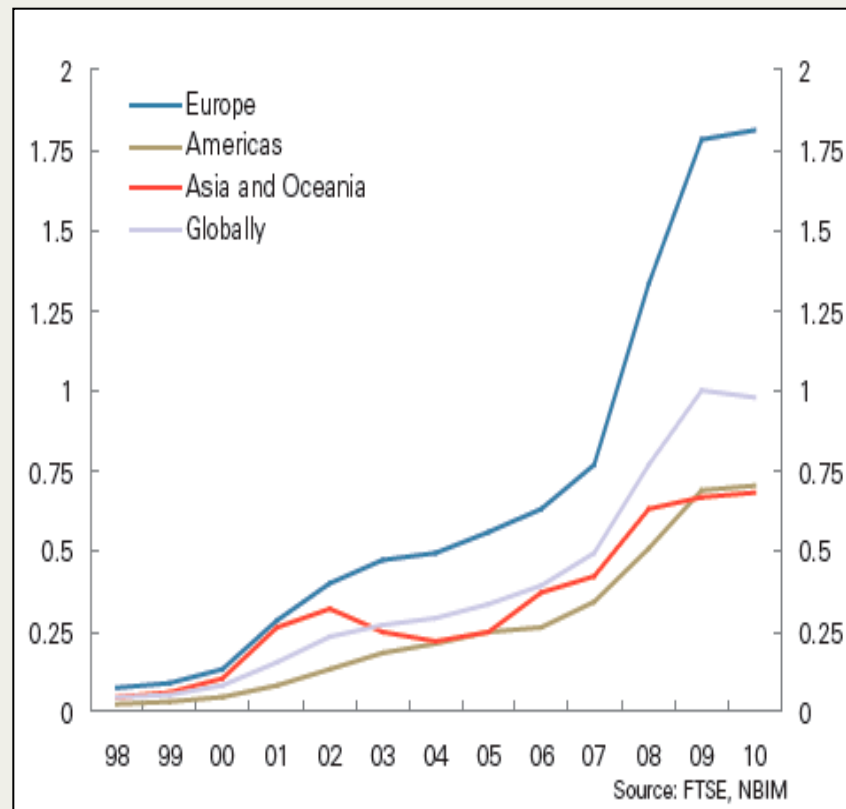
Stratégie de rééquilibrage qui signifie que nous achetons lorsque les marchés baissent

Présence sur les marchés boursiers au 30 juin 2010.
Pourcentage de la capitalisation boursière selon l'indice FTSE All-World Index.

Milliards de NOK

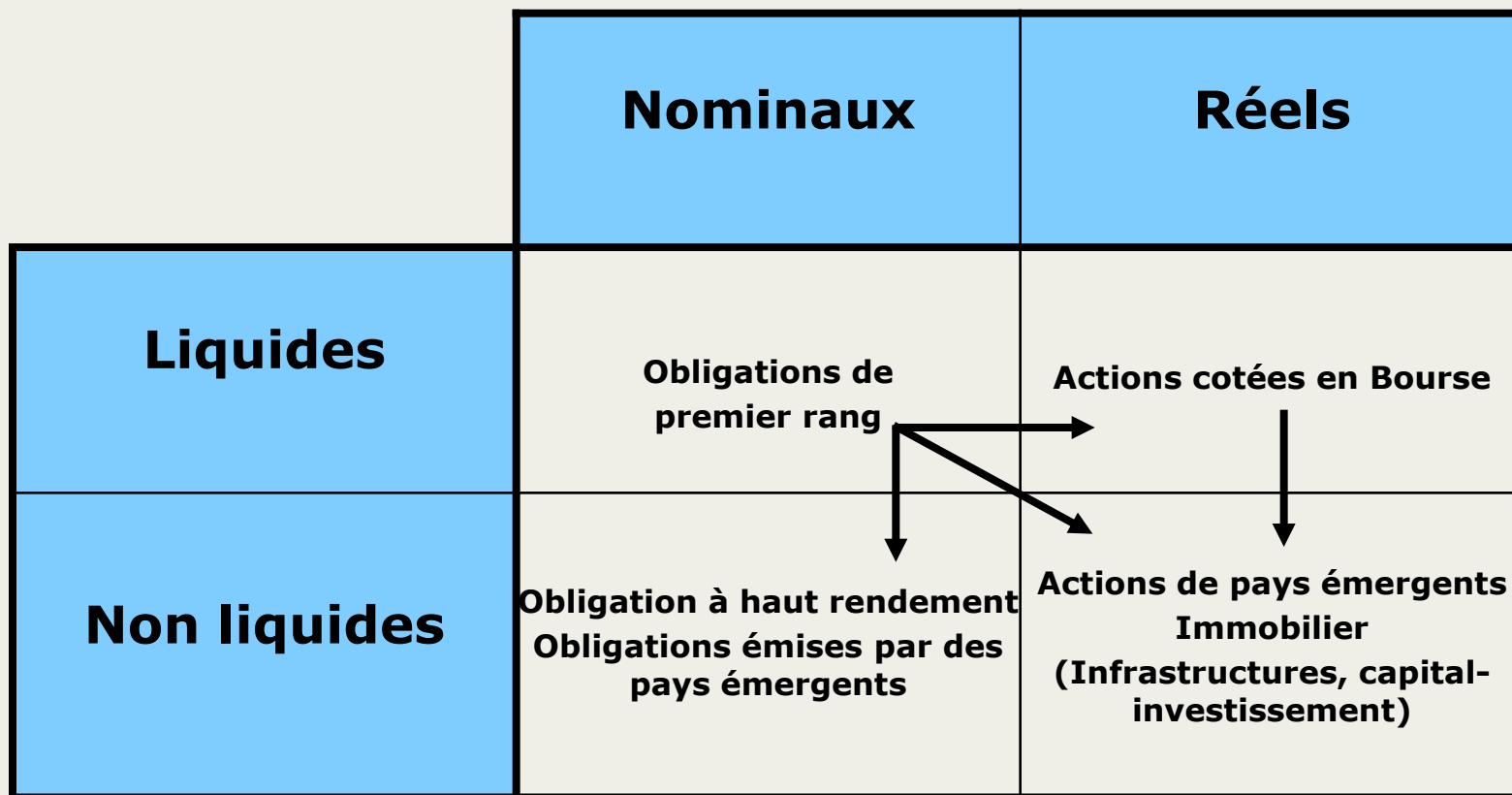


2009

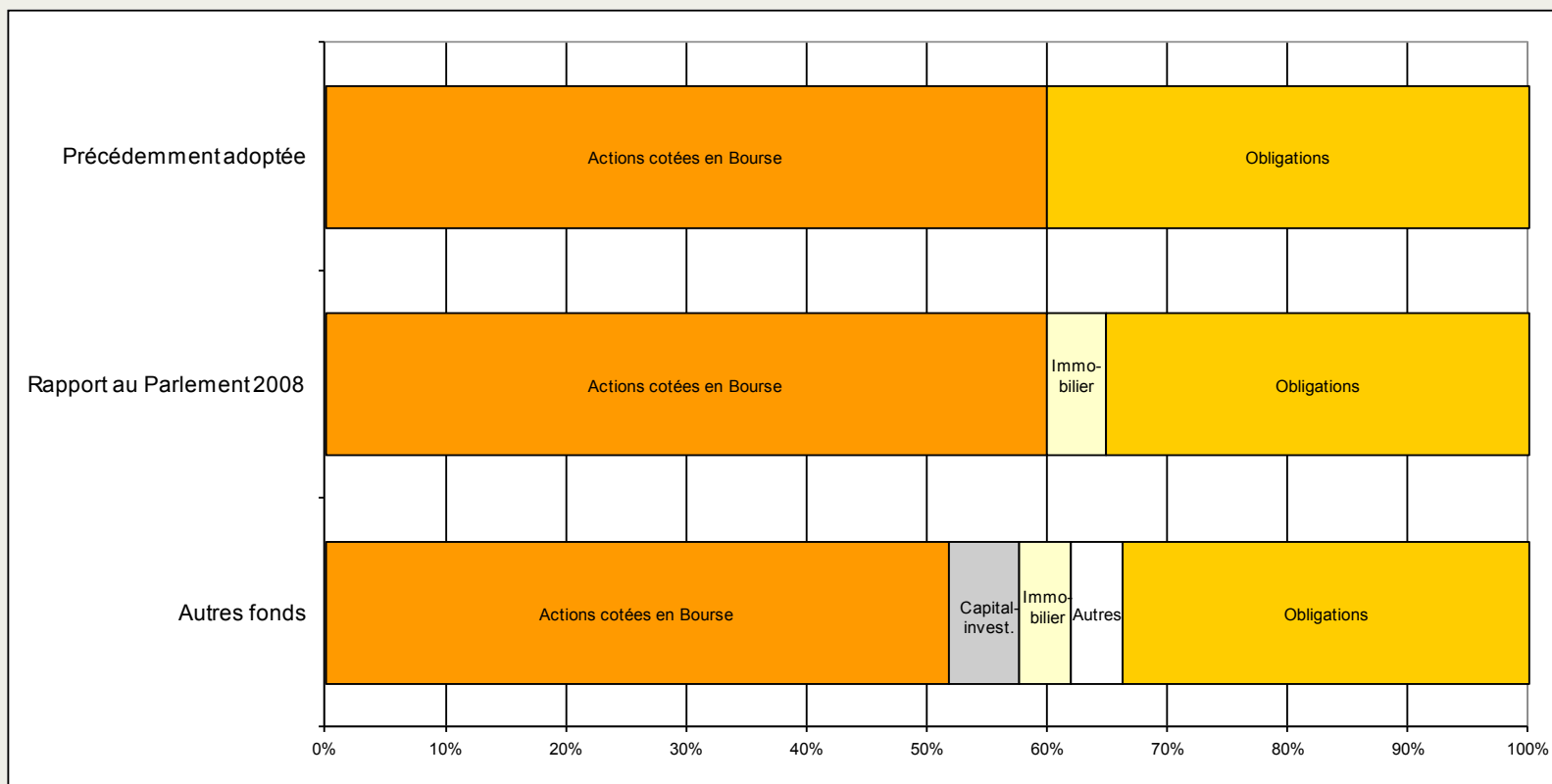


Sources: Norges Bank et ministère des finances

Évolution de la stratégie d'investissement depuis 1996 : d'actifs liquides et nominaux vers des actifs non liquides et réels



Stratégie d'investissement du fonds comparée à celle d'autres fonds de placement



Source: Ministry of Finance and CEM Benchmarking Inc (2009).

Structure de gouvernance du Fonds de pension global

**Stortinget
(Parlement)**



Min. des finances



Norges Bank

Parlement = "propriétaire ultime"

- Soutien politique aux grands choix d'orientation de gestion du fonds

Ministère des finances = "propriétaire officiel"

- Fixe la composition du portefeuille et les plafonds de risque
- Surveille et évalue la gestion opérationnelle
- Définit les pratiques d'investissement responsables

Banque centrale – "gestionnaire"

- Entité distincte de gestion des actifs (NBIM)
- Veille à la composition correcte du portefeuille
- Gestion active du portefeuille dans les limites de risque prescrites pour "être surperformant"
- Contrôle et communication des risques
- Exerce les droits de propriété du fonds

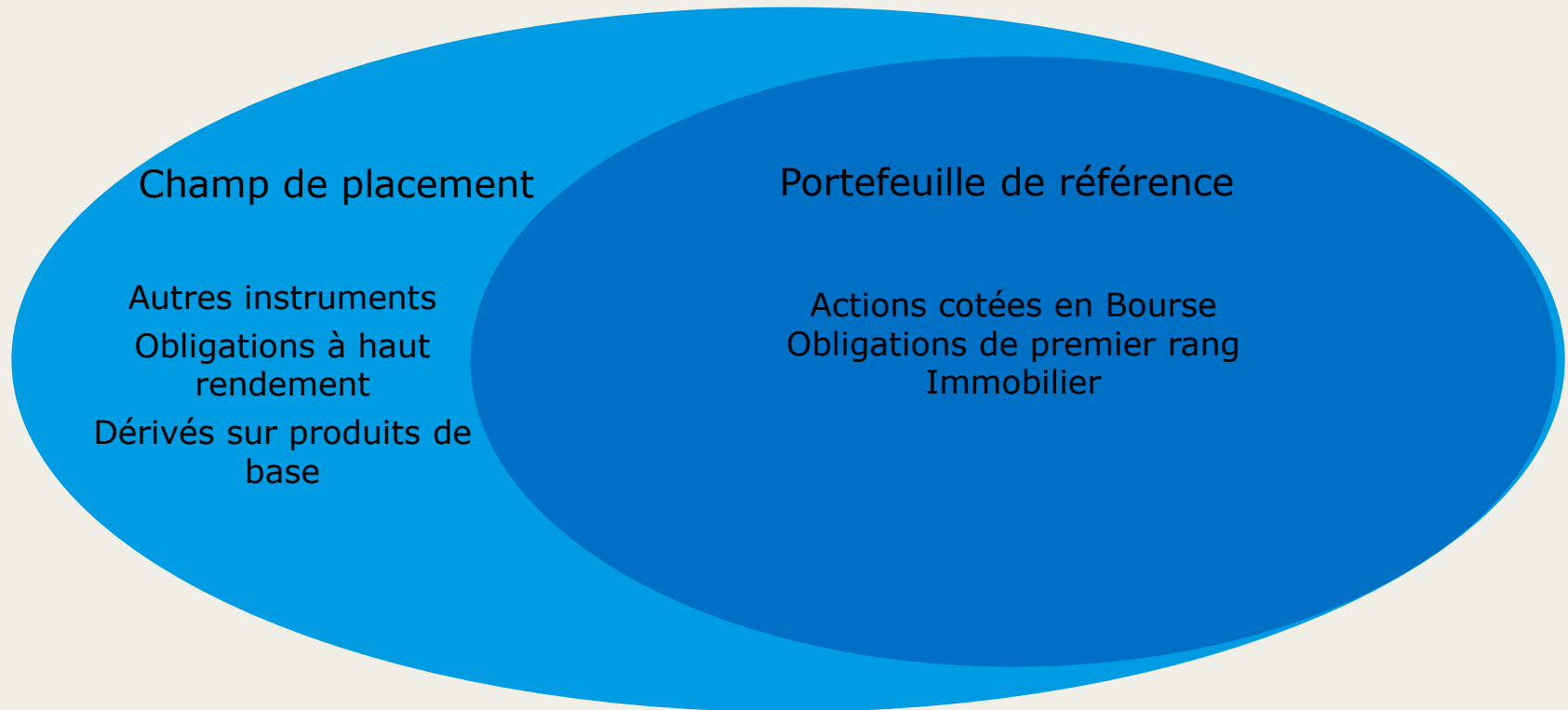
Chaîne de responsabilité et transparence

- Le ministère rend compte au Parlement sur tous les dossiers importants concernant le fonds
- Le ministère rend publics tous les avis émis par les consultants externes
- La performance, les risques et les coûts font l'objet de rapports trimestriels affichés sur le site Internet. La gestions opérationnelle privilégie la valeur ajoutée
- Conférence de presse trimestrielle, après une réunion officielle avec le ministère des finances
- Le rapport annuel donne la liste de tous les placements, en actions et en actifs a revenu fixe

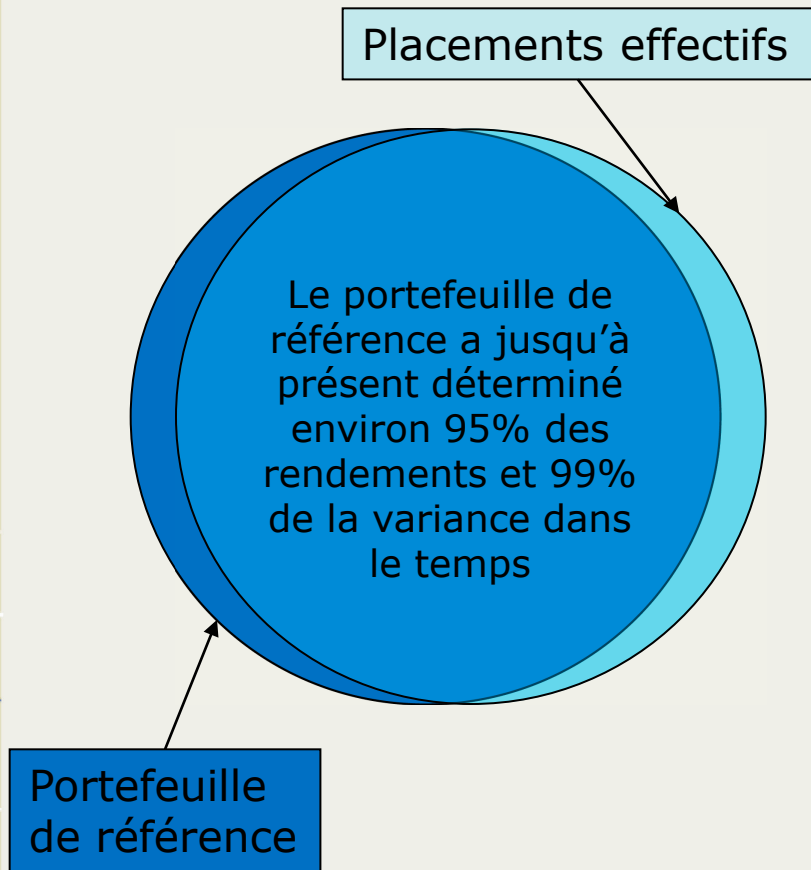
Stratégies de gestion active

- Portefeuille lié au marché
 - Axées sur les sociétés
 - Risque systématique
- 
- ~ 0,25 %

Le champs de placement donne une grande latitude à la gestion active de la Norges Bank

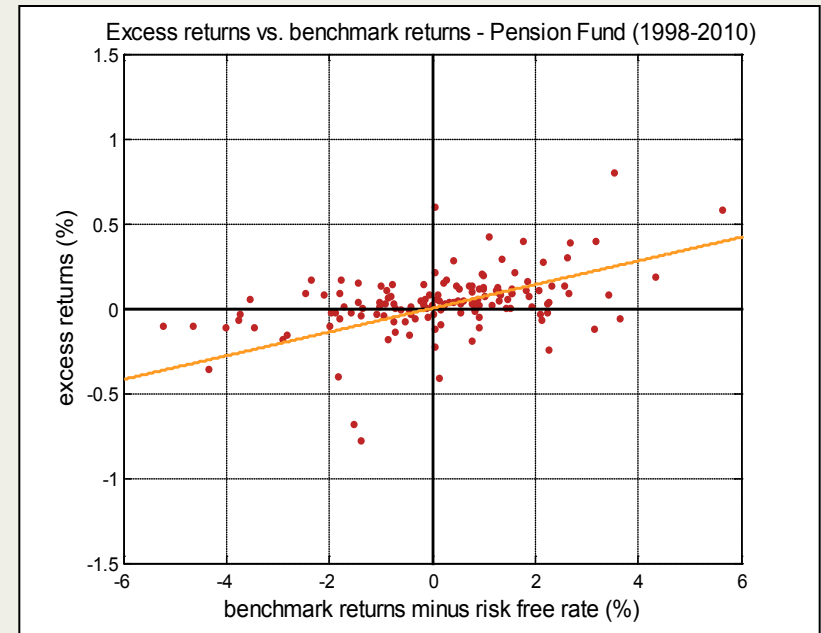
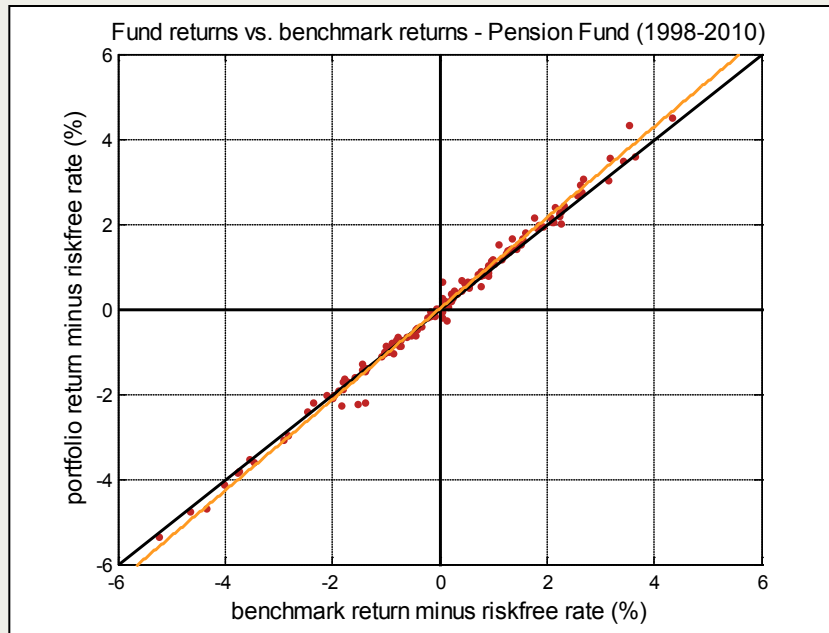


La variance totale du fonds est tributaire du risque de marché du portefeuille de référence



- Portefeuille de référence
 - ✓ dicté par la stratégie d'investissement choisie par le propriétaire
 - ✓ sert à gérer les risques
 - ✓ sert à évaluer la qualité du gestionnaire
- Gestion active
 - ✓ le gestionnaire peut s'écarter de la référence
 - ✓ plafond de risque quantitatif (écart de suivi de 1%), et exigences qualitatives

La gestion active a limité la marge de risque et de rentabilité du fonds (1998–2^{ème} trimestre de 2010)

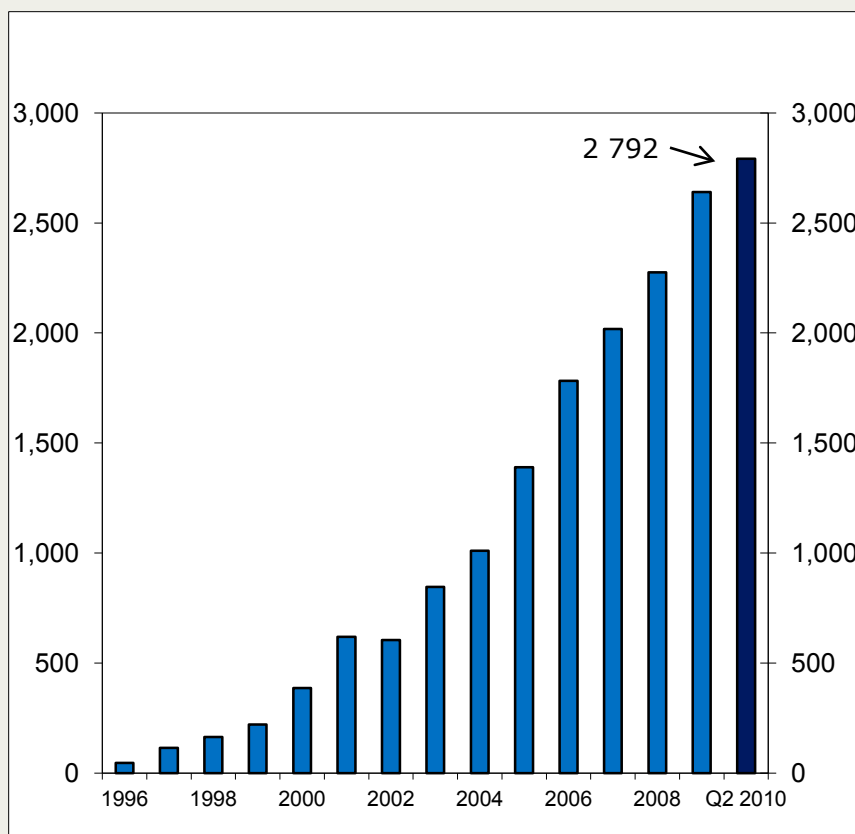


Source: Ministère des finances

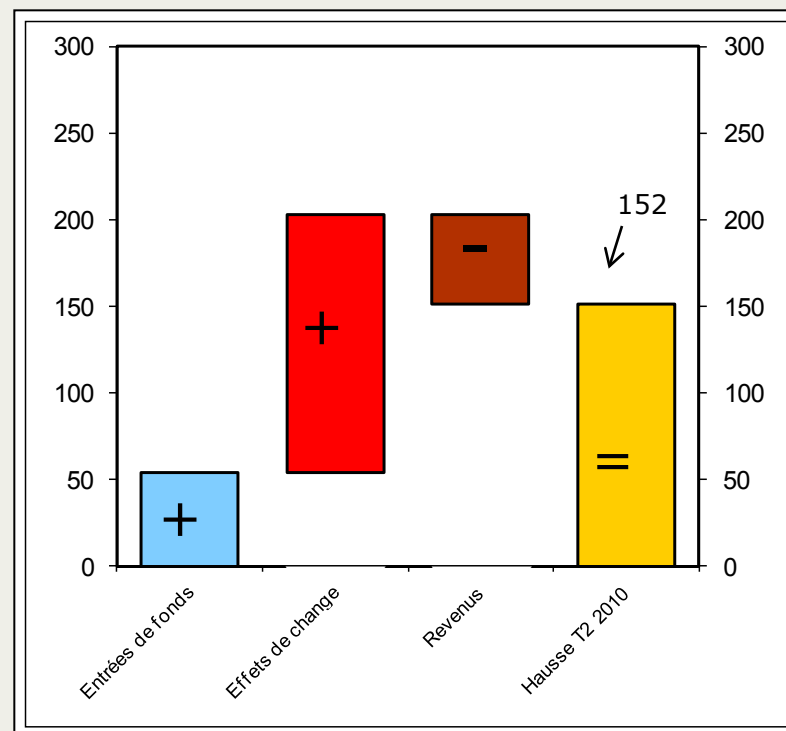
Évolution de la valeur de marché

-Valeur de marché du fonds 1996-2ème trimestre 2010. Milliards de NOK, en fin d'année.

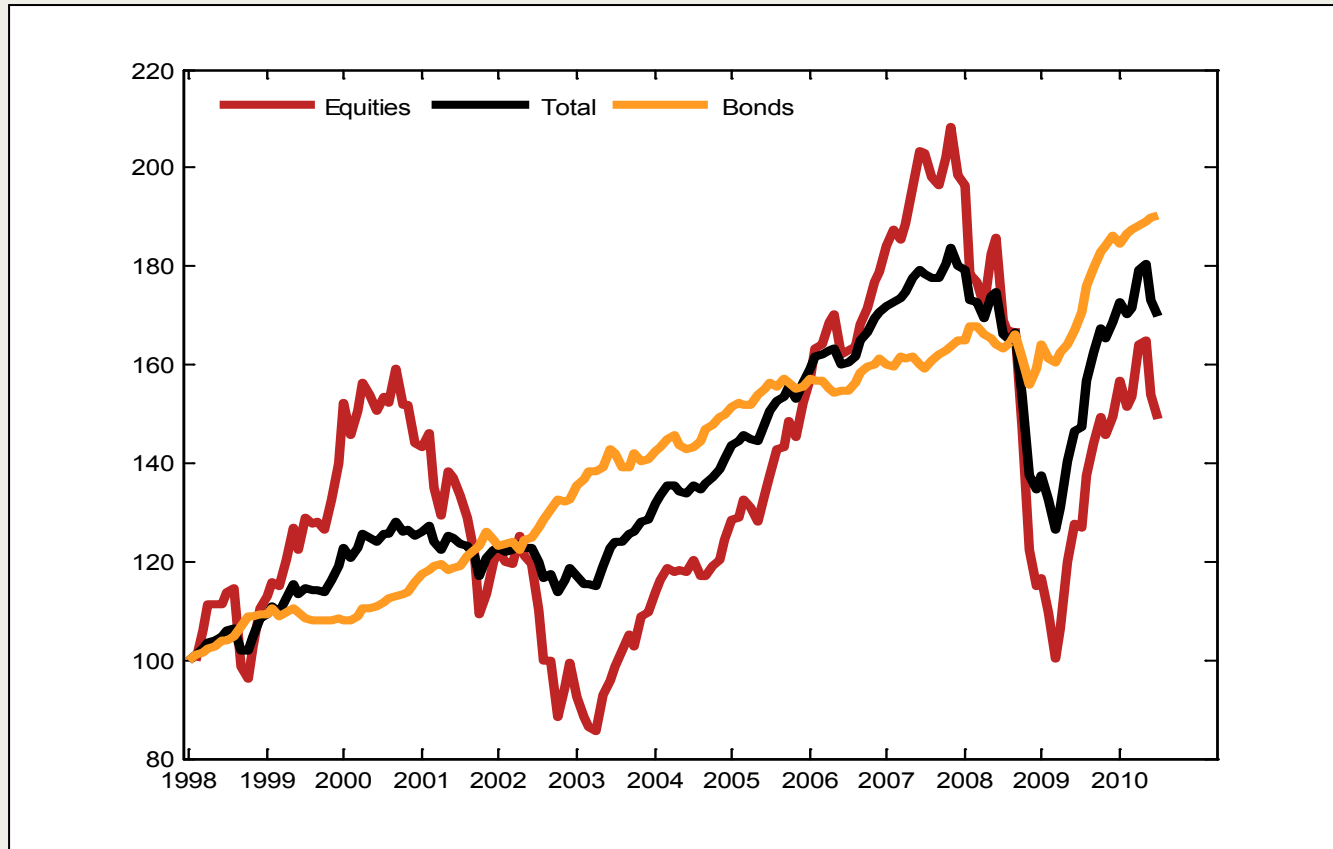
**Fonds de pension «Global»
(milliards de NOK)**



**Ventilation des variations jusqu'ici en
2010 (milliards de NOK)**



Rendement nominal cumulé des placements en devises du Fonds de pension «Global» Fin 1997 =100.



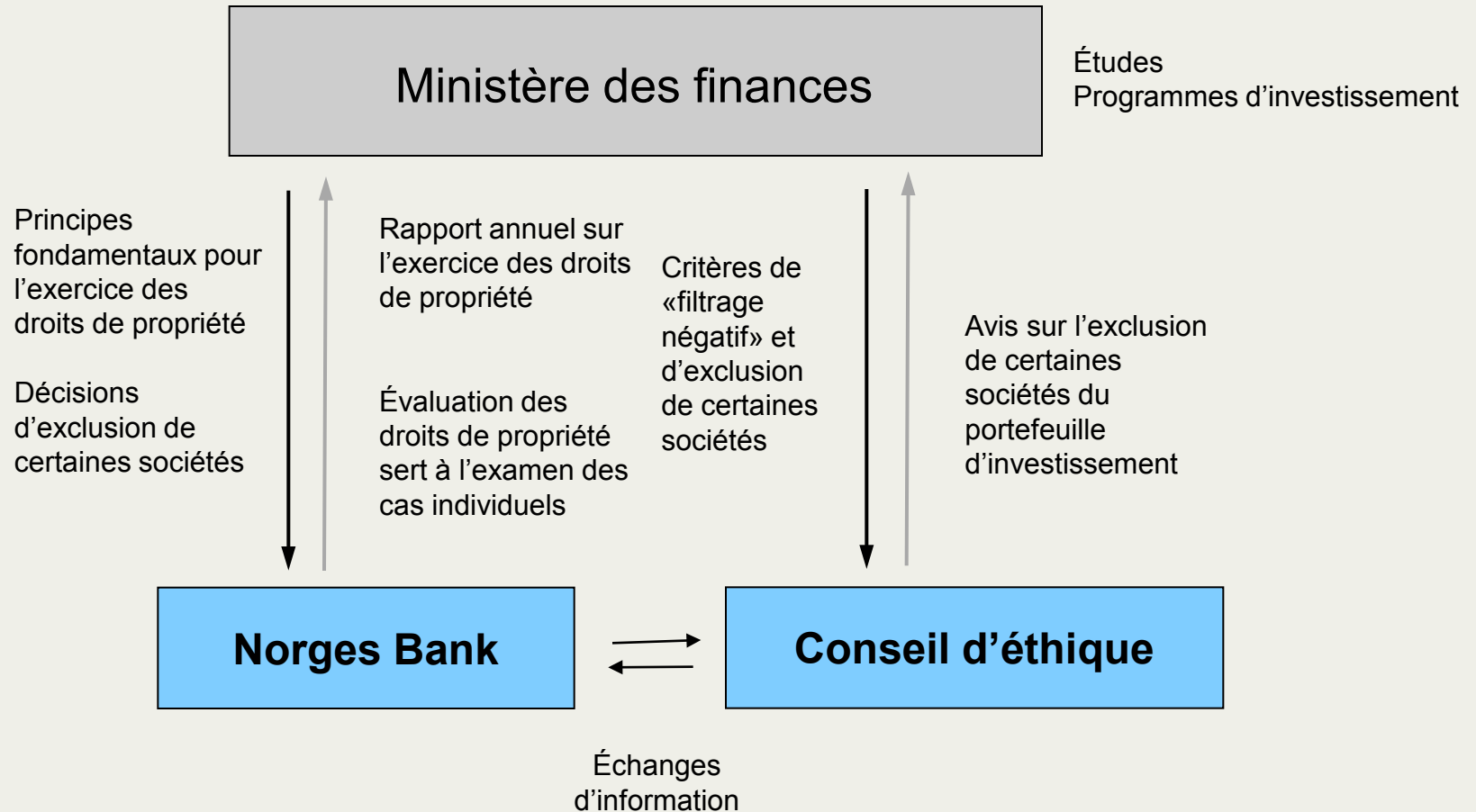
Taux de rendement net réel 1998–2T2010 : 2,4 % (panier de devises)

Source: Ministère des finances

Investissement responsable : objectifs primordiaux

- Assurer un bon rendement financier pour que les générations futures bénéficient de la richesse pétrolière
- Pour obtenir un bon rendement financier sur la durée, il faut un développement économique viable (y compris sur le plan environnemental et social), et des marchés légitimes, efficaces et fonctionnant harmonieusement
- Motivation : propriétaire universel et problématique principal-agent
- Les outils servent notamment à :
 - ✓ promouvoir un bon gouvernement d'entreprise
 - ✓ choisir des sociétés qui respectent les normes d'éthique fondamentales
 - ✓ promouvoir une organisation des marchés financiers qui préserve les intérêts financiers du fonds
 - ✓ éviter les investissements contrevenant au droit international
 - ✓ éviter les investissements dans des sociétés ayant des activités gravement contraires à la morale

Division des rôles – l'investissement responsable engage et le propriétaire et le gestionnaire



Stratégie patrimoniale – objectif et priorités

- L'objectif général de la gestion patrimoniale est de préserver les intérêts financiers (à long terme) du Fonds de pension
- Principes régissant l'exercice des droits de propriété :
 - ✓ Pacte mondial des Nations Unies
 - ✓ Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE et principes de l'OCDE pour les entreprises multinationales
- Priorités
 - ✓ traitement équitable des actionnaires
 - ✓ influence des actionnaires et obligation de rendre compte du Conseil d'administration
 - ✓ marchés légitimes, efficaces et fonctionnant harmonieusement
 - ✓ droits des enfants
 - ✓ environnement
 - ✓ gestion de l'eau
- Une documentation spécialisée clarifie ce qui est attendu des sociétés incluses dans le portefeuille du fonds

Filtrage négatif et exclusion – les critères éthiques du fonds reposent sur les valeurs de la société norvégienne

- Filtrage négatif (produits)
 - ✓ armements dont l'usage normal viole les principes humanitaires fondamentaux (par ex. munitions à fragmentation et armes nucléaires)
 - ✓ tabac
 - ✓ vente d'armes ou d'équipement militaire à la Birmanie
- Exclusion (méthodes de production et conduite)
 - ✓ graves violations des normes d'éthique fondamentales (droits de l'homme, y compris travail des enfants, corruption, graves atteintes à l'environnement)
 - ✓ évaluation prospective
 - ✓ l'exclusion doit toujours être une mesure de dernier recours
- Une conduite gravement contraire à la morale porterait atteinte au portefeuille, mais la décision d'exclusion est toujours en partie motivée par les valeurs sociales
 - ✓ à la date de septembre 2010, 51 sociétés avaient été exclues du portefeuille par le ministère des finances

Investissement responsable - récapitulation

- Les propriétaires universels ne profitent pas de l'exploitation et de la rentabilité socialement inefficace d'une entreprise
- En pratique, ils sont confrontés à de nombreux problèmes principal-agent qu'ils doivent prendre en compte dans leur quête de rentabilité financière à long terme
- La gestion patrimoniale active, les études, la coopération avec d'autres fonds de placement, les programmes d'investissement ciblés et les filtrages négatifs et positifs sont autant d'outils pertinents pour réaliser le potentiel maximal à long terme
- La stratégie d'investissement responsable du fonds a plusieurs dimensions et engage tant le propriétaire que le gestionnaire sur le plan pratique et stratégique
- Parce que le fonds a une large assise sociale, ses décisions d'exclusion sont parfois motivées par une responsabilité sociale et non purement financière

Le débat sur les fonds souverains

- Les fonds pétroliers jouent un rôle important
 - ✓ Il est dans l'intérêt de tous de garantir une bonne gestion de la richesse des pays producteurs de pétrole sur des marchés financiers fonctionnant harmonieusement
 - ✓ Ils sont un outil de gestion à long terme des richesses pétrolières et de stabilisation macroéconomique à moyen terme
- La Norvège et les principes de Santiago pour les fonds souverains
 - ✓ L'objectif est de maximiser les rendements financiers
 - ✓ Investissement financier sans position stratégique. Placement moyen : 1% du total
 - ✓ Séparation des rôles du propriétaire et du gestionnaire
 - ✓ Haut degré de transparence pour recueillir et conserver l'appui de l'opinion publique
 - ✓ Principes d'investissement responsable transparents, prévisibles et fondés sur les normes acceptées au niveau international (Pacte mondial des Nations Unies, Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE et Principes de l'OCDE pour les entreprises multinationales)

Conclusions

- Les recettes pétrolières se différencient des autres recettes publiques
 - ✓ Découpler les dépenses des flux de recettes pétrolières
 - ✓ Régler les questions de gouvernance
- Une large adhésion de l'opinion publique à la stratégie en assure la viabilité
 - ✓ Politique d'épargne et instrument d'épargne
 - ✓ Stratégie d'investissement (en actifs physiques et financiers)
- La taille et la composition optimales des réserves diffèrent d'un pays à l'autre
 - ✓ Mais on peut tirer de précieux enseignements de l'expérience d'autrui
 - ✓ Et les principes de bonne gouvernance sont universels
- La solidité et la viabilité des secteurs non pétroliers de l'économie sont la clé de la prospérité

Coordonnées

Ministry of Finance
Asset Management Department
P.O.Box 8008 Dep
NO-0030 Oslo, Norvège

Adresse : Akersg. 40
Téléphone : +47 22 24 41 63
Télécopieur : +47 22 24 95 91
Courriel : postmottak@fin.dep.no

Liens

Ministère des finances

- www.government.no/en/dep/fin

Fonds de pension public

- www.government.no/gpf

Norges Bank Investment Management

- www.nbim.no

Conseil d'éthique

- www.etikkradet.no