

a&t

N° 4

Actualité & tendances

Bulletin économique de la Chambre de Commerce

MARS
2008

Les fonds souverains :
une solution d'avenir pour le Luxembourg ?

Table des matières

1 Les fonds souverains à travers le monde | 8

- 1.1. La notion de fonds souverains | 8
- 1.2. Description des principaux fonds souverains à travers le monde | 9

2 Les principales raisons d'être des fonds | 14

- 2.1. La fonction de stabilisation des fonds souverains | 14
- 2.2. Neutralisation de l'effet « Dutch disease » | 17
- 2.3. La redistribution intergénérationnelle | 18
- 2.4. L'accroissement des revenus du patrimoine à la faveur d'une gestion centralisée et diversifiée | 21

3 L'instauration d'un fonds au Luxembourg est-elle justifiée? | 22

- 3.1. Vue d'ensemble | 22
- 3.2. La fonction de stabilisation est particulièrement pertinente dans un pays ouvert de taille restreinte | 24
- 3.3. Neutralisation de tout effet « Dutch disease » éventuel | 26
- 3.4. La redistribution intergénérationnelle | 28
- 3.5. Amélioration du rendement des réserves et exploitation de l'expérience acquise | 31

4 Les fonds souverains au Luxembourg – éléments d'une « solution » | 32

- 4.1. Les missions et l'organisation du fonds | 32
- 4.2. L'alimentation du fonds | 34
- 4.3. Articulation avec les normes de soldes budgétaires | 37
- 4.4. La politique de placement | 39

5 Conclusion | 41

Bibliographie | 43

Introduction au lecteur

Dans le cadre de sa mission de préservation de l'intérêt économique général, la Chambre de Commerce publie un grand nombre de prises de position et de documents de réflexion destinés à la fois aux professionnels, aux pouvoirs publics et au grand public.

Les opinions de la Chambre de Commerce sont généralement publiées dans le *Lëtzebuurger Merkur* ou dans le cadre de publications spécialisées, telles que « *Entreprise Luxembourg - Priorités de l'économie luxembourgeoise pour les prochaines années* » édité à l'occasion des élections législatives de 2004.

Afin d'accroître la visibilité de la contribution de la Chambre de Commerce au débat public, la Chambre de Commerce a décidé dès 2003 de publier un bulletin économique, intitulé « *Actualité & tendances* », qui reprend des analyses plus détaillées sur certains sujets socio-économiques essentiels pour le développement durable de l'économie et des entreprises luxembourgeoises ainsi que pour le bien-être de la société.

Les fonds souverains ont défrayé la chronique ces derniers temps, à la faveur notamment de leur entrée dans le capital de diverses institutions financières à travers le monde. Une première partie du présent « *Actualité & tendances* » fait le point sur la notion de fonds souverains et s'attache à décrire les principaux d'entre eux sur la base d'un tableau synoptique. La deuxième partie examine plus avant les principales fonctions de ces fonds étrangers, isolées à partir d'un survol de la littérature économique et d'un examen des objectifs des fonds existants. Sur la base de ces enseignements, les deux parties suivantes de l'article s'attachent à répondre à la question suivante : l'instauration d'un fonds souverain s'impose-t-elle au Luxembourg ? (partie 3) et dans l'affirmative selon quelles modalités ? (partie 4).

La principale conclusion de la publication de ce quatrième numéro des cahiers de la Chambre de Commerce intitulés « *Actualité & tendances* » est que le Luxembourg présente nombre de spécificités qui le prédisposent à accueillir un nouveau fonds souverain. Les modalités présidant à la création, la gestion et la gouvernance de ce fonds, l'articulation du fonds avec la politique budgétaire ainsi que son appropriation par l'opinion publique revêtent par ailleurs une considérable importance.

Résumé exécutif

La première partie de cet *Actualité & tendances* renferme une définition de la notion de fonds souverains ainsi qu'une description synthétique des 22 principaux fonds à travers le monde. Les fonds souverains ont connu une singulière montée en puissance au cours des dernières années à la faveur, notamment, de la progression du cours des matières premières. Nombre de fonds souverains ont d'ailleurs contribué à refinancer des institutions financières affectées par la crise dite des « subprimes ». L'importance des fonds souverains devrait continuer à croître au cours des prochaines années. Alors que l'encours total des actifs de ces fonds est actuellement de l'ordre de 2,5 billions de dollars, il s'établirait à 12 billions de dollars en 2015 selon Morgan Stanley.

Les fonds ont souvent été constitués au sein de petites économies ouvertes bénéficiant sur une période de temps relativement limitée d'une ressource abondante. Ils visent notamment les objectifs suivants, qui sont systématiquement passés en revue dans la seconde partie du présent *Actualité & tendances* :

| Stabilisation de l'économie : on peut à ce propos distinguer une stabilisation passive et une stabilisation active. La *stabilisation passive* consiste simplement à « lisser » les flux de revenu des administrations publiques en thésaurisant les recettes exceptionnelles, qui se caractérisent généralement par une grande volatilité, dans un fonds ad hoc. Cette démarche permet de préserver les dépenses, notamment les transferts sociaux, des brusques à-coups souvent observés sur le versant des recettes.

| La stabilisation revêt également une *dimension active* qui consiste, dans une démarche contracyclique, à utiliser le fonds pour soutenir l'économie en phase de faible conjoncture. Le pendant de ces interventions est évidemment la reconstitution des réserves en phase de haute conjoncture. Ce mécanisme « en accordéon » s'apparente à celui des « rainy day funds », assez fréquents aux Etats-Unis. Une politique keynésienne de soutien de la demande agrégée serait assez inopérante au Luxembourg, du fait notamment des effets de fuite inhérents à une petite économie ouverte. Une politique d'offre consistant à restaurer la compétitivité des entreprises et à tempérer les conséquences inflationnistes d'un éventuel choc d'offre serait beaucoup plus pertinente dans un tel contexte.

| *Lutte contre l'effet « Dutch disease »* : en raison du surcroît de demande qu'elles induisent, des ressources abondantes peuvent exercer un effet à la hausse sur les coûts, notamment salariaux, dans le segment abrité de l'économie. Ces hausses de coûts vont se diffuser au secteur exposé qui, à l'inverse du secteur abrité, ne pourra les répercuter sur ses prix de vente. Il en résultera un étiolement de la profitabilité et/ou de la compétitivité du secteur exposé, pris en tenaille entre l'augmentation de ses coûts et la stagnation de ses prix de vente. Ce contexte défavorable induira une diminution graduelle de l'importance du secteur exposé. Un fonds souverain vers lequel serait canalisée une partie des ressources abondantes permettrait de contrecarrer ce phénomène d'éviction.

| Les fonds constituent un *outil de redistribution intergénérationnelle*. Une telle redistribution se justifierait amplement dans le présent contexte européen, afin de préfinancer les coûts budgétaires inhérents au vieillissement de la population. Il s'impose également d'opérer par le truchement d'un fonds un transfert en faveur des générations futures afin de compenser le risque de déperdition ou d'obsolescence des ressources abondantes, qui affecte diverses petites économies ouvertes fortement spécialisées.

| Les fonds permettent également de *maximiser le rendement des réserves* et de faciliter leur diversification, au moyen d'une plus grande centralisation des placements. Une telle démarche favorise l'optimisation du « trade-off » rendement-risque.

La troisième partie de *l'Actualité & tendances* n°4 montrera que ces objectifs potentiels des fonds sont tous éminemment pertinents dans le cas du Luxembourg. La fonction de stabilisation revêt une importance particulière dans l'une des économies les plus volatiles d'Europe. Par ailleurs, même si ce phénomène est généralement difficile à établir formellement, le Luxembourg pourrait à terme être affecté par une certaine forme de « Dutch disease », comme l'attestent des signes avant-coureurs tels que le niveau des salaires dans certains secteurs exposés ou la structure de notre commerce extérieur. La redistribution intergénérationnelle plaide également en faveur de l'instauration d'un ou de plusieurs fonds souverains, comme l'attestent les travaux sur le vieillissement menés à bien par la Commission européenne et par d'autres institutions, nationales ou internationales. Le risque de déperdition à terme de diverses ressources financières de l'Etat central, par exemple les recettes liées au « Tanktourismus » et à la place financière, constitue également un argument décisif en faveur de l'établissement de fonds souverains, le tout dans une perspective d'équité intergénérationnelle. Enfin, la faiblesse du rendement moyen de la réserve de compensation du régime général de pension au cours de la dernière décennie souligne l'intérêt d'une gestion plus dynamique des avoirs, ce qui constitue un autre apport potentiel des fonds.

A l'aune de ces différents objectifs, un fonds souverain au sens propre du terme paraît plus que justifié au Luxembourg. Il reste néanmoins à esquisser les modalités présidant à la création de ce fonds. La quatrième section du présent *Actualité & tendances* s'attelle à cette tâche. Elle renferme les pistes suivantes :

| *Organisation et missions du fonds* : il conviendrait d'opter pour un traitement différencié des fonctions *vieillesse* – en particulier le financement des pensions – d'une part et *stabilisation-neutralisation-lutte contre la déperdition ou l'obsolescence des ressources* d'autre part, tant ces objectifs sont distincts. Pour cette raison, *l'Actualité & tendances* n°4 recommande l'instauration d'un fonds souverain spécifique, qui se focaliserait exclusivement sur ce second axe. Ce fonds relèverait de l'Etat central mais jouirait toutefois d'une grande indépendance de gestion, ce qui nécessiterait la mise en place d'une structure faîtière telle qu'un « Comité des sages ».

La ligne de démarcation entre les différentes fonctions d'un fonds (pensions d'une part et autres fonctions d'autre part) viserait à dégager l'axe stabilisation-neutralisation-déperdition-obsolescence, qui est essentiel pour consolider le potentiel productif à moyen terme et pour atténuer les chocs à court terme, de cette contrainte que constitue le financement à long terme des pensions. Le renforcement de l'assise financière du régime de pension devrait être appréhendé de manière distincte en raison de la singularité de la problématique des pensions. Il conviendrait de contrebalancer les engagements de pension futurs par des actifs suffisants – la couverture intégrale ou « funding » constituant un idéal – et de mieux maîtriser les prestations. Le contrôle des prestations permettrait d'ailleurs d'assurer le « funding » des pensions sans pour autant immobiliser en faveur de ces dernières des capitaux par trop abondants, qui viendraient utilement renforcer le potentiel productif de l'économie. Pour rappel, le taux de remplacement des salaires par les pensions est nettement plus élevé au Luxembourg que dans les pays voisins. La neutralité actuarielle des pensions n'est de surcroît nullement respectée au Luxembourg, dans la mesure où la valeur actualisée des cotisations sociales versées au cours d'une carrière même complète est souvent très inférieure à la valeur actualisée des prestations correspondantes. L'accroissement tendanciel de l'espérance de vie accentue encore ce biais.

| *L'alimentation du nouveau fonds souverain* s'opérerait en canalisant vers ce fonds des recettes de l'Etat central, idéalement les plus volatiles dans une optique de stabilisation dite passive. Ce transfert serait financé par une décélération de l'évolution des dépenses. A titre d'exemple, la progression de ces dernières pourrait être ramenée à la moyenne des trois pays voisins. Un exercice de simulation effectué sur la période 1996-2006 montre à quel point une telle démarche serait fructueuse. Mise en œuvre à partir de 1996, elle aurait permis d'accumuler des actifs de l'ordre de 40% du PIB en 2010, qui auraient de surcroît excédé 100% du PIB à partir de 2024.

| *Articulation avec la norme de soldes budgétaires.* L'instauration d'un nouveau fonds souverain relevant de l'Etat central constituerait un événement majeur, qui devrait s'accompagner d'une nouvelle norme budgétaire définie en termes de solde « hyperstructurel ». Ce solde serait en effet triplement structurel. Il serait en premier lieu apuré de la conjoncture, en second lieu expurgé de l'impact d'éventuelles mesures temporaires et en troisième lieu « nettoyé » de l'incidence des recettes les plus volatiles, puisque ces recettes seraient en tout ou en partie transférées au fonds souverain. Ce solde hyperstructurel de l'Administration centrale « hors fonds souverain » devrait être défini de façon suffisamment rigoureuse, faute de quoi l'instauration du fonds serait vidée de sa substance d'un point de vue budgétaire. Un solde hyperstructurel de l'Etat central en équilibre aurait pour conséquence un solde de l'ensemble des administrations publiques (Etat plus fonds, communes et sécurité sociale) nettement excédentaire, ce qui permettrait au Luxembourg de se dégager structurellement de la contrainte inhérente à la valeur de référence de 3% du PIB découlant du Pacte de Stabilité et de Croissance.

| *Mode de placement :* le cadre aménagé par la loi du 6 mai 2004 sur le Fonds de compensation constitue un excellent point de départ. Il conviendrait cependant de mettre en œuvre une politique de gestion dynamique des réserves, à l'instar des pratiques en cours en Norvège. Ce dernier pays se caractérise par un rendement des réserves très élevé et par une gestion extrêmement transparente et diversifiée des réserves.

La conjonction d'un rendement élevé et de substantiels transferts au fonds permettrait d'enclencher un cercle vertueux, avec à la clef une stabilisation à un niveau élevé des avoirs du fonds. Il en résulterait une vulnérabilité bien moindre de l'économie luxembourgeoise aux chocs macroéconomiques ou à un éventuel déclin des principaux secteurs de l'économie. Cette stabilité accrue constituerait un atout de poids vis-à-vis des investisseurs étrangers. En outre, l'acquisition graduelle d'une solide expérience en matière de gestion des fonds souverains permettrait à la place de Luxembourg d'attirer plus aisément les capitaux des fonds souverains étrangers. Pour rappel, les avoirs de ces derniers sont susceptibles de s'accroître très fortement au cours des prochaines années.



1. Les fonds souverains à travers le monde

1.1. La notion de fonds souverains

Il importe en premier lieu de mieux cerner la notion de fonds souverain. Il est illusoire d'élaborer des définitions trop précises en la matière, qui ne pourraient rendre compte de la considérable diversité de ces fonds. Ces derniers ne présentent assurément pas une configuration uniforme à travers le monde sur les plans juridique et institutionnel. Ils sont par ailleurs très disparates en terme de politique de placement, de transparence ou de mode d'alimentation budgétaire. C'est la raison pour laquelle la présente section renferme un tableau synoptique des caractéristiques des principaux fonds.

La notion de fonds souverain peut être mieux appréhendée au moyen d'une définition assez large, ensuite raffinée par touches successives. Un fonds souverain pourrait être défini comme *un véhicule d'investissement principalement détenu par les administrations publiques, disposant d'un important volume d'actifs gérés sur un horizon de long terme et qui poursuit prioritairement des objectifs de nature structurelle*. Cette définition est plutôt orientée vers les enjeux macro-économiques et de politique économique. Certains intervenants ont proposé une définition davantage focalisée sur la tolérance au risque des véhicules d'investissement et sur la composition de leurs portefeuilles d'investissement (présence de devises étrangères notamment). Si ces dimensions sont importantes et seront d'ailleurs incidemment abordées ci-dessous, elles ne servent que de façon subsidiaire à tracer la ligne de démarcation entre les fonds souverains et les autres véhicules d'investissement dans le présent *Actualité & tendances*.

Comme l'indique le terme « souverain » lui-même, le point de départ de la définition proposée ci-dessus est la détention du fonds par les administrations publiques, à savoir non seulement l'Etat central, mais également la sécurité sociale, voire même les communes. Dans les faits, il est cependant douteux que des communes isolées mettent en place des fonds de réserve disposant d'actifs importants, poursuivant de surcroît des objectifs de nature structurelle, le tout à l'échelle nationale. En revanche, des fonds de pension gérés par la sécurité sociale pourraient a priori être assimilés à des fonds souverains, du moins si les autres éléments constitutifs de la définition sont respectés.

Par ailleurs, un fonds souverain n'entrera en ligne de compte dans le présent *Actualité & tendances* que s'il dispose d'un volume suffisamment important d'actifs. Il serait vain de proposer un seuil précis en la matière, qui peut de toute manière varier en fonction du pays considéré. Ce volume d'actifs devrait en tout état de cause être suffisamment étoffé pour avoir des retombées macro-économiques potentielles à l'échelle nationale.

Les actifs d'un fonds souverain doivent pour l'essentiel être gérés sur un horizon de long terme. C'est d'ailleurs ce critère qui distingue les fonds souverains des traditionnelles réserves de change. Ces dernières sont destinées à faire face à d'éventuels problèmes de liquidité – qui résultent par exemple de déficits de la balance des paiements – et sont en conséquence investies sous la forme d'actifs aisément mobilisables à court terme. L'horizon de long terme des placements des fonds souverains vise à atteindre un taux de rendement plus élevé. Cet horizon est par ailleurs en congruence avec la nature stratégique de la plupart des fonctions des fonds. Cette nature stratégique implique notamment que des fonds tels que les fonds spéciaux luxembourgeois ne peuvent être assimilés à des fonds souverains, du moins selon l'acceptation privilégiée dans le présent article. S'ils relèvent de l'Administration centrale, la gestion des avoirs des fonds spéciaux est davantage soumise à des impératifs de financement de projets d'investissement qu'à des objectifs de nature stratégique. C'est d'ailleurs pour cette raison que leurs actifs, qui atteignaient environ 5% du PIB à la fin de 2006, sont essentiellement placés à court terme. Les objectifs stratégiques habituellement privilégiés par les fonds souverains seront décrits plus avant dans la deuxième section.

1.2. Description des principaux fonds souverains à travers le monde

Les premiers fonds souverains ont été mis en place au Koweït en 1953 et à Kiribati en 1956 – afin de permettre à cette petite république du Pacifique de faire face à l'étiollement graduel des revenus émanant de l'exploitation du phosphate. Ces deux expériences ont fait des émules, comme l'illustre le tableau suivant, qui renferme les caractéristiques majeures des 22 principaux fonds souverains à travers le monde.

Tableau 1 : Caractéristiques des 22 principaux fonds souverains

Pays	Nom du fonds	Année de création	Actifs en milliards de dollars U.S. (1)	Actifs en % du PIB du pays détenteur (2006)	Principaux modes de financement	Principaux objectifs mentionnés (sites Internet, Rapports annuels, etc.)
Emirats arabes unis (Abu Dhabi)	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1976	625	481,9% (2)	Recettes pétrole	Diversification des actifs
Norvège	Government Pension Fund – Global	1990	322	103,6%	Vente licences et taxes pétrole	Financement des pensions futures, stabilisation, éviter effet "Dutch disease"
Singapour	Government Investment Corporation	1981	215	162,7%	Excédents balance des paiements et budget	Diversification, rendement élevé
Koweït	Kuwait investment Authority	1953	213	263,7%	Recettes pétrole	Diversification, rendement élevé
Chine	China Investment Corporation	2007	200	7,5%	Transfert de réserves de change	Rendement élevé (y compris « social return »)
Russie	Stabilization Fund	2004	127	12,9%	Recettes pétrole au-delà d'un prix de base de 20 dollars le baril	Amortir volatilité cours des matières premières, financement des pensions, remboursement dette publique extérieure
Singapour	Temasek	1974	108	81,7%	Excédents balance des paiements et budget	Maximiser le rendement
Qatar	Qatar Investment Authority	2005	60	141,3%	Recettes du gaz	Diversification, rendement élevé
Algérie	Revenue Regulation Fund	2000	44	38,7%	Revenus du pétrole excédant les projections budgétaires	Compenser diminution éventuelle des taxes sur le pétrole, remboursement dette publique extérieure

Etats-Unis – Alaska	Permanent Reserve Fund	1976	40	97,8% (3)	Revenus du pétrole	Compenser épuisement graduel du pétrole, rendement élevé
Libye	Libyan Investment Authority	2007	40	79,5%	Revenus du pétrole	Diversification des actifs
Brunei	Brunei Investment Authority	1983	30	468,8%	Revenus pétrole et gaz	Rendements élevés
Malaisie	Khazanah Nasional Berhad	1993	26	17,5%	“Non-commodity” fund”: transferts budgétaires	Investissements nouvelles industries et secteurs stratégiques économie nationale
Corée	Korea Investment Corporation	2005	20	2,3%	Transfert de réserves de change	Rendement élevé mais stable, favoriser secteur financier national
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	2005	17	9,6%	Recettes liées au pétrole, transfert de réserves de change	Achats de biens et services en devises, réparations suite à désastres naturels
Canada – Alberta	Alberta Heritage Savings Trust Fund	1976	16	7,5% (3)	Revenus pétrole	Alimentation budget (transfert revenus du patrimoine), rendement élevé, générations futures, diversification économique
Taiwan	National Stabilization Fund	2001	15	4,0%	Notamment prêts d’institutions financières locales.	Stabilisation des marchés financiers nationaux
Kazakhstan	National Fund	2000	15	19,3%	Toutes les recettes extractives	Financement générations futures et stabilisation du budget. Financement de projets d’investissement
Chili	Economic and Social Stabilization Fund	2007	11	7,7%	Revenus du cuivre, partie de l’excédent budgétaire structurel qui excède 1% du PIB	Fonction de « rainy day fund ». Stabiliser de la sorte les dépenses sociales des pouvoirs publics
Emirats arabes unis (Dubai)	Istithmar	2003	8	6,2% (2)	Revenus pétrole	Maximiser le rendement, valoriser Dubai en tant que centre économique international
Emirats arabes unis (Dubai)	Dubai International Capital	2004	6	4,6% (2)	Revenus pétrole	Maximiser le rendement
Oman	State General Reserve Fund	1980	6	24,7%	Revenus pétrole et gaz	Stabilisation du budget

Sources : Standard Chartered, Banque Mondiale pour le PIB.

(1) Novembre 2007.

(2) En pourcentages du PIB total des Emirats arabes unis.

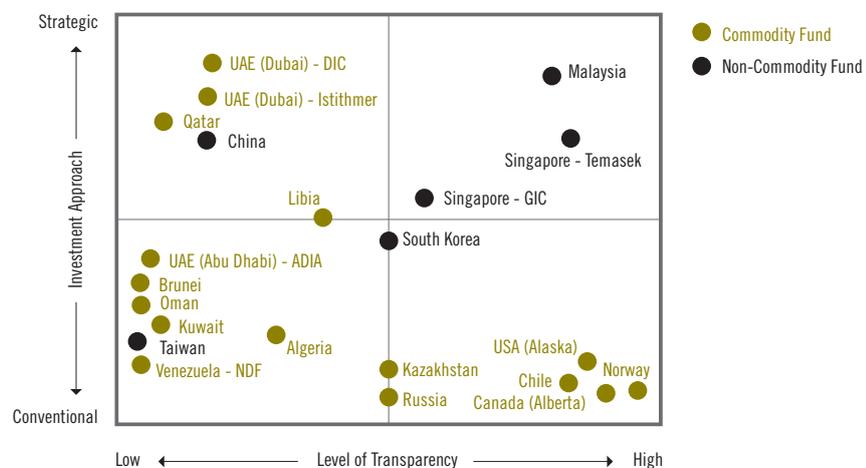
(3) En pourcentages du PIB de l’Alaska et de l’Alberta, respectivement.

Parmi les 22 fonds considérés, douze ont été mis en place en 2000 ou à une date ultérieure, ce qui illustre l'engouement récent pour ce type de véhicules d'investissement. Ainsi, la China Investment Corporation (CIC), dont les actifs atteignent pourtant déjà 200 milliards de dollars, n'a démarré ses activités qu'en 2007. Également instituée en 2007, la Libyan Investment Authority gère quant à elle des actifs qui se rapprochent d'emblée du PIB libyen. La récente montée en puissance de la Qatar Investment Authority voire même du fonds de stabilisation russe a également été impressionnante, à la faveur de la forte hausse des prix du pétrole observée ces dernières années. L'influence des prix du pétrole s'est d'ailleurs manifestée dès les années soixante-dix ou quatre-vingt, comme l'illustrent les deux vagues de création de fonds consécutives aux chocs pétroliers de 1973 et 1979. Ainsi, le principal fonds souverain mondial, à savoir l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), a été institué trois ans seulement après le choc de 1973 et il en est de même des fonds d'Alaska et d'Alberta. De manière similaire, les fonds du Brunei et d'Oman ont été créés dans le sillage du second choc pétrolier.

Si nombre de fonds souverains ont été alimentés par les revenus du pétrole et du gaz, certains fonds se démarquent de cette caractéristique. C'est le cas du fonds chilien, institué en 2007 et dont le volume d'actifs s'établit déjà à 7,7% du PIB. Ce fonds est en effet alimenté par des revenus issus de l'exploitation du cuivre ainsi que par la partie de l'excédent budgétaire structurel qui excède 1% du PIB – ce solde structurel étant apuré de l'impact de la conjoncture et des fluctuations du cours du cuivre. Par ailleurs, six des 22 fonds souverains repris ci-dessus relèvent des « non-commodity funds », leurs revenus ne dépendant pas de l'exploitation de matières premières. Il s'agit des deux fonds singapouriens, de la CIC ainsi que des fonds de Malaisie, de Corée et de Taïwan.

Il convient de noter l'importance du niveau des actifs dans divers pays. Aux Emirats arabes unis, les actifs détenus par les trois fonds repris au tableau atteignent conjointement quelque 493% du PIB, l'ADIA représentant la part du lion. Il s'agit là d'une estimation parmi d'autres. Du fait d'une certaine opacité, dont témoigne le graphique 1 ci-dessous, il est en effet difficile d'estimer précisément l'ampleur des actifs de l'ADIA. Selon certaines sources, ces actifs n'excéderaient pas 500 milliards de dollars, alors que d'autres avancent un chiffre de près de 900 milliards de dollars. Les fonds souverains issus des Emirats arabes unis se caractérisent en tout état de cause par des actifs extrêmement confortables, équivalents à 400% du PIB même selon les estimations les moins favorables.

Graphique 1 : Classification des 22 principaux fonds souverains



Sources: Standard Chartered, Oxford Analytica, Lyons (2007).

L'estimation des actifs de l'un des deux fonds de Singapour, à savoir la Government Investment Corporation (GIC), est entachée d'une incertitude plus manifeste encore. Cependant, toutes les estimations mettent en exergue l'importance des deux fonds singapouriens. Selon le tableau 1, ces deux fonds généreraient conjointement un volume d'investissement égal à quelque 244% du PIB, ce qui paraît remarquable pour un pays ne disposant pas de ressources naturelles abondantes. La Norvège est également logée à bonne enseigne, comme l'attestent des actifs du Government Pension Fund – Global peu ou prou équivalents au PIB. Les autorités norvégiennes visent d'ailleurs à terme des actifs de l'ordre de 200% du PIB. La situation de l'Alaska s'apparente à celle de la Norvège, les actifs du Permanent Reserve Fund atteignant actuellement 98% du PIB de cet Etat américain.

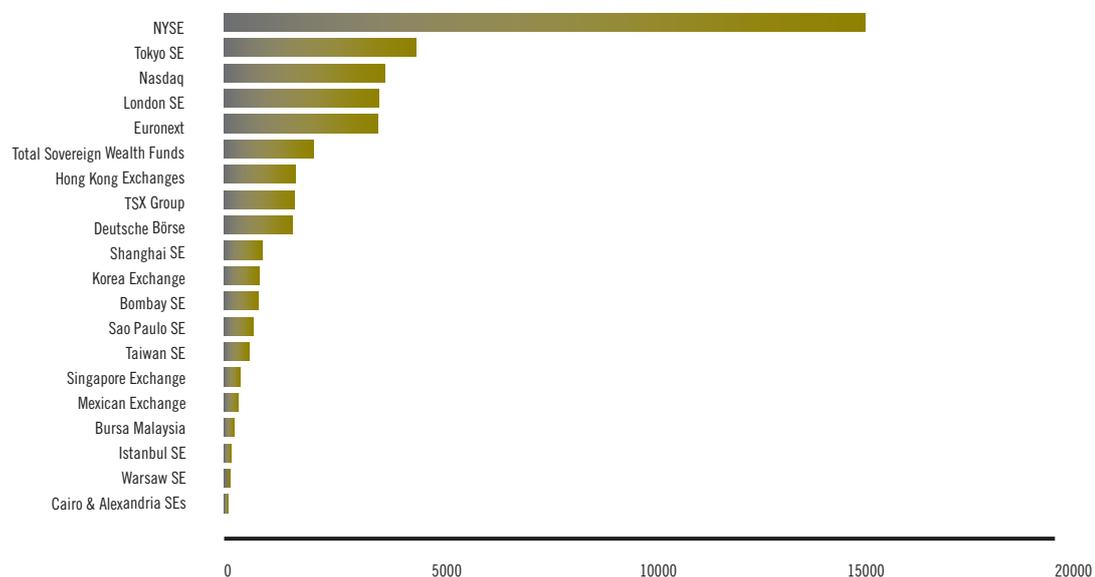
Il convient également de souligner les plantureuses réserves de petits Etats disposant d'importantes ressources énergétiques, à savoir le Koweït (actifs de 264% du PIB), le Qatar (141%), la Libye (près de 80%) et Brunei (469%). Les fonds souverains tendent d'ailleurs à exercer un poids économique plus important dans les plus petites entités géographiques qui, du fait de leur taille restreinte, présentent une plus grande volatilité sur le plan macro-économique et budgétaire.

Les actifs totaux des seuls fonds considérés au tableau 1 s'établissent à près de 2,2 billions de dollars. Ce montant peut paraître élevé en valeur absolue. De surcroît, l'évolution récente a vu divers fonds souverains investir en faveur de banques d'investissement, contribuant de la sorte à atténuer l'incidence de la crise des « subprimes ». Cet activisme a d'ailleurs donné lieu à une certaine appréhension à l'égard des fonds souverains, certains intervenants craignant une nationalisation rampante de certains secteurs par le truchement des fonds. La crainte de voir des pays étrangers disposer d'un droit de regard sur l'évolution d'activités stratégiques, par exemple les terminaux portuaires aux Etats-Unis, a également pu alimenter cette défiance.

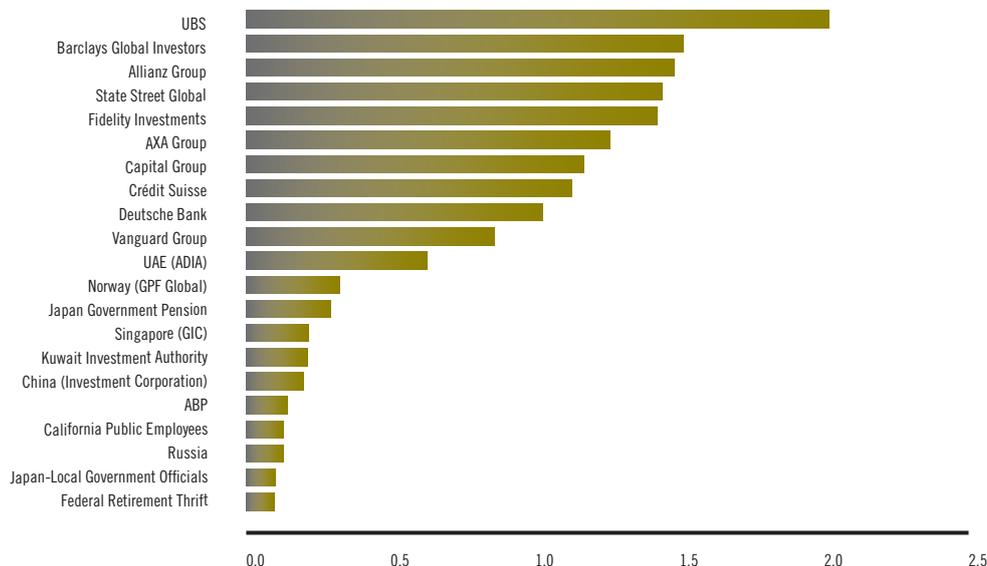
Comme l'indique le graphique 2, ces craintes paraissent assez peu fondées à l'heure actuelle, puisque les actifs totaux des fonds souverains sont nettement en retrait de la capitalisation totale de places boursières telles que le NYSE ou même Euronext. Le graphique 3 est encore plus illustratif à cet égard. Ainsi, les actifs totaux du principal fonds souverains, à savoir l'ADIA, n'excèdent pas la moitié des actifs de chacune des six institutions suivantes : UBS, Barclays, le groupe Allianz, State Street Global, Fidelity Investments et le groupe AXA. En outre, les fonds souverains investissent pour la plupart dans une optique de diversification de portefeuille, visant à maximiser le rendement, et non dans une optique stratégique.

Graphique 2 : Actifs totaux des principaux fonds souverains et capitalisation de divers marchés boursiers

En milliards de dollars U.S.



Graphique 3 : Actifs des principaux fonds souverains et de divers gestionnaires d'actifs
En billions de dollars U.S.



Sources: Oxford Analytica, Watson Wyatt, World Federation of Exchanges, Lyons (2007).

Les fonds souverains pourraient cependant monter en puissance au cours des prochaines années. Selon une étude publiée par Morgan Stanley, les actifs totaux des fonds souverains pourraient passer d'environ 2,5 billions de dollars actuellement à quelque 12 billions en 2015. A la faveur de cette forte progression, les actifs gérés par les fonds souverains excéderaient le montant total des réserves officielles de change dès 2011. Par ailleurs, la part relative des fonds principalement alimentés par les recettes pétrolières et gazières s'amenuiserait progressivement, de sorte que les « non-commodity funds » feraient jeu égal avec les fonds de matières premières en 2015, date à laquelle le premier fonds mondial serait un fonds chinois et non plus l'ADIA. Ces diverses estimations de Morgan Stanley reposent pourtant sur l'hypothèse d'une croissance élevée, de 10% par an, des revenus pétroliers. Il est par ailleurs supposé que le rendement nominal des réserves atteindra 5,5% par an, ce qui paraît assez réduit à l'aune de l'expérience historique pour des portefeuilles comportant une part significative d'actifs à revenu variable.

Selon Augsburger (2007), les actifs totaux des fonds souverains atteindraient plus de 30 billions de dollars en 2025, ce qui est dans la continuité des estimations de Morgan Stanley. Comme le fait remarquer l'auteur, « *les fonds souverains n'auront certainement pas intérêt à déstabiliser le système financier. Ils devraient au contraire profiter aux marchés à la faveur d'un afflux massif et bienvenu de liquidités* ».

Les différents fonds souverains avancent nombre d'objectifs distincts, qui sont synthétisés au tableau 1. Ces objectifs constituent autant de justifications de l'existence des fonds souverains. Ces justifications font l'objet de la section suivante. Comme l'indique le graphique 1 ci-dessus, le degré de transparence varie amplement d'un fonds à l'autre. Les fonds les plus transparents sont issus de Norvège, d'Alberta, d'Alaska, du Chili et de Singapour (fonds Temasek). Le reste de l'étude va dans une large mesure se concentrer sur ces fonds transparents. D'autres fonds transparents ne sont pas évoqués parmi les 22 fonds précités, du fait de la faiblesse actuelle de leurs actifs en valeur absolue. Ils seront cependant abordés de façon incidente dans les lignes qui suivent, car nombre d'entre eux constituent d'utiles sources d'inspiration. Il s'agit notamment du Heritage and Stabilisation Fund mis en place par Trinité et Tobago, du Superannuation Fund de Nouvelle-Zélande et du Future Fund australien.

2. Les principales raisons d'être des fonds

Les principaux apports des fonds, identifiés à partir des objectifs mentionnés par les fonds souverains et à travers un survol de la littérature afférente, sont abordés dans les paragraphes qui suivent. Il s'agit des fonctions de stabilisation, de la neutralisation de certains effets macro-économiques néfastes induits par des ressources abondantes (« Dutch disease »), de la redistribution intergénérationnelle et enfin de l'optimisation des revenus du patrimoine.

2.1. La fonction de stabilisation des fonds souverains

La stabilisation opérée par les fonds peut revêtir deux dimensions, à savoir la stabilisation dite passive et une forme plus active, qui postule une exploitation dynamique des niches de souveraineté.

La stabilisation « passive » ne requiert pas une intervention active des pouvoirs publics, sauf bien entendu la mise en place du fonds. Les fonds souverains permettent en effet de facto, du simple fait de leur existence et pour autant qu'ils soient essentiellement alimentés par les ressources les plus fluctuantes, d'abriter l'économie en général et les finances publiques en particulier de la forte volatilité de ces recettes. A titre d'exemple, les revenus alimentés par le pétrole sont assez instables, car ils sont affectés par une vitesse d'extraction fluctuante ainsi que par l'évolution des cours. Il serait périlleux d'affecter ces recettes exceptionnelles et volatiles à de nouvelles dépenses, en particulier à des dépenses difficilement compressibles telles que les transferts sociaux ou la consommation publique. En cas de reflux – hautement probable – des recettes exceptionnelles ou volatiles, les autorités seraient en effet contraintes de réduire brutalement les dépenses, avec à la clef une considérable insécurité matérielle pour les destinataires de ces dépenses, en premier lieu les allocataires sociaux. A défaut d'un tel ajustement drastique des dépenses, les déficits publics et la dette augmenteraient, ce qui engendrerait à terme un effet d'éviction des dépenses par les charges d'intérêt. Aucune de ces deux évolutions (dépenses volatiles et/ou éviction par les charges d'intérêt) ne permettrait aux consommateurs et aux investisseurs privés d'asseoir leurs projets à long terme sur une base suffisamment solide, ce qui porterait gravement préjudice tant à la consommation de biens durables qu'aux investissements publics.

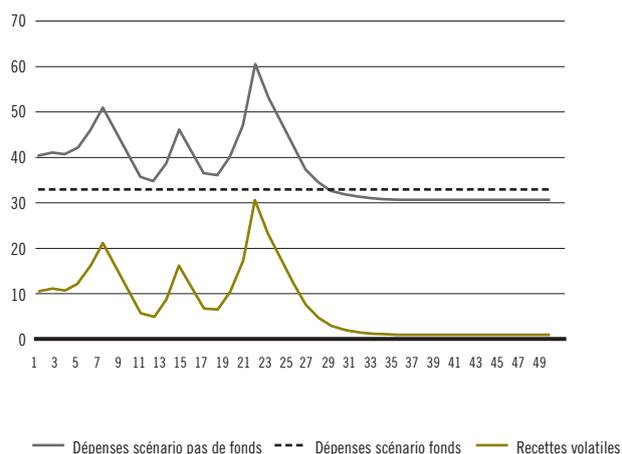
La canalisation des recettes exceptionnelles et/ou volatiles vers un fonds souverain permet de prévenir ce risque. Du fait de l'affectation des recettes exceptionnelles au fonds plutôt qu'à de nouvelles dépenses, les dépenses publiques totales ne tendent guère à s'accroître en situation de recettes abondantes et demeurent de ce fait constamment en ligne avec le niveau fondamental, tendanciel des recettes publiques. En outre l'affectation des recettes à un fonds plutôt qu'à de nouvelles dépenses permet de rehausser ce niveau de moyen terme des recettes, à la faveur de l'accumulation vertueuse des revenus du patrimoine générés par le fonds. Cet aspect n'est nullement anecdotique. Ainsi, en Norvège les revenus du patrimoine se sont établis à 5,1% du PIB en 2006, ce qui a représenté près de 12% des recettes fiscales et parafiscales totales de ce pays.¹

Les revenus totaux d'un fonds souverain, qui se composent des revenus du patrimoine et des versements en provenance de l'Etat, font office de stabilisateurs automatiques. En période de reflux des ressources abondantes, les revenus du fonds s'ajustent de facto à la baisse, ce qui amortit l'impact sur les finances publiques de ce choc économique. En l'absence de fonds, le déclin des recettes nécessiterait soit une diminution des dépenses, soit un accroissement de la dette publique synonyme de baisse ultérieure des dépenses ou de hausse de la pression fiscale.

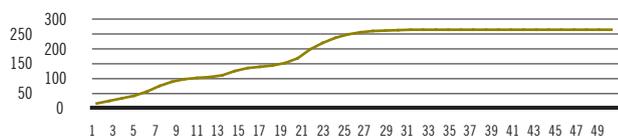
¹ Sources : GPF, Statistics Norway.

L'apport d'un fonds en termes de stabilisation passive est illustré au graphique 4 qui, sur la base de données fictives se déployant sur 50 ans, compare l'évolution des recettes et des dépenses publiques dans deux scénarios différents. Le premier scénario (courbe pleine) correspond à l'absence totale de fonds, les recettes étant intégralement dépensées à mesure qu'elles surviennent. Le second scénario (droite horizontale en pointillés) consiste à fixer le niveau des dépenses indépendamment des recettes transitoires, en accroissant ces dépenses au même rythme que le PIB et en accumulant les ressources financières exceptionnelles. Ce cadre budgétaire donne lieu à un ratio de dépenses bien plus stable que dans le premier scénario. Les dépenses peuvent de surcroît être rehaussées par rapport à ce premier scénario, ce paradoxe apparent s'expliquant par les plantureux revenus du patrimoine perçus sur les actifs du fonds. Dans l'exemple illustratif du graphique 4, ces revenus permettent de garantir à la fois la stabilité des actifs à 254% du PIB et la distribution aux pouvoirs publics d'un « bonus » de 2,4% du PIB.² Le graphique présuppose que ce bonus sera affecté aux dépenses. Il pourrait bien évidemment servir à alléger la pression fiscale.

Graphique 4 : Deux scénarios fictifs: absence et présence de la stabilisation passive
Dépenses publiques en pourcentages du PIB



Niveau des réserves en pourcentages du PIB



Note : Calculs Chambre de Commerce. Le scénario fictif repose sur les hypothèses suivantes : croissance du PIB nominal de 5% par an, rendement nominal des réserves égal à 6%. Le niveau permanent des dépenses dans le scénario est fixé de telle manière que le ratio au PIB des actifs du fonds demeure stable en vitesse de croisière. C'est cette stabilité qui explique la constance du « bonus permanent » généré par le fonds. Par hypothèse, ce bonus est affecté à une hausse des dépenses au graphique (distance entre les droites horizontale en pointillés et pleine à partir de la 29^{ème} année). Enfin, le scénario « pas de fonds » suppose que les dépenses soient strictement égales aux recettes totales (recettes permanentes plus recettes volatiles).

- ² Dans le graphique, le bonus de 2,4% du PIB est fixé de manière à garantir la stabilité des actifs exprimés en pourcentages du PIB. Seule cette façon de procéder garantit la pérennité des retombées financières favorables des ressources abondantes. Le versement d'un bonus plus élevé que ces 2,4% donnerait lieu à une diminution graduelle du ratio de réserves, de sorte que les revenus du patrimoine tendraient à terme vers zéro.

La logique inhérente à la fonction de stabilisation dite passive a trouvé maintes applications concrètes. Ainsi, le fonds chilien mentionne explicitement dans ses objectifs et même dans le nom du fonds la volonté d'abriter les dépenses sociales des fluctuations des prix du cuivre. Trinité et Tobago offre également un exemple particulièrement illustratif de l'utilité d'un fonds de stabilisation au sein d'une petite économie ouverte fortement dépendante d'un seul secteur d'activité. L'industrie du gaz et du pétrole y représente environ 40% de la valeur ajoutée brute et la moitié des recettes de l'État. A la faveur de l'évolution des prix et de la production, les recettes énergétiques ont été particulièrement élevées au cours de la période 1980-1985. En l'absence d'un fonds, ces recettes ont principalement été canalisées vers des dépenses additionnelles, de sorte que les dépenses publiques ont atteint quelque 56% du PIB au cours de cette période. Le marché du pétrole étant nettement moins porteur au cours des années quatre-vingt-dix, le gouvernement de Trinité et Tobago s'est vu contraint de procéder à une diminution drastique des dépenses, qui se sont en moyenne établies à 36% du PIB au cours de cette décennie. C'est afin d'éviter de renouveler ce précédent extrêmement dommageable d'un point de vue social que les autorités ont décidé de mettre en place le « Heritage and Stabilisation Fund » (HSF). Le fonds n'a formellement été établi qu'en 2007. Cependant, les premières contributions au prédécesseur de ce fonds, à savoir l'« Interim Revenue Stabilization Fund », ont débuté dès 2000.³ Outre la stabilisation, le HSF vise au rétablissement de l'équité intergénérationnelle.

Le type de stabilisation présenté dans les paragraphes qui précèdent repose sur la simple application, par les pouvoirs publics, d'une norme de stabilité des dépenses et sur la canalisation des recettes abondantes et volatiles vers un fonds. Les pouvoirs publics peuvent bien entendu utiliser leur fonds souverain *de façon plus active*, en veillant à agir sur le contexte macro-économique lui-même lorsque ce dernier manifeste des signes de faiblesse, par exemple dans la foulée d'un choc d'offre. Il s'agirait en clair de recourir au fonds souverain pour réinsuffler du dynamisme à l'économie, les actifs utilisés pour ce faire étant reconstitués lorsque l'embellie économique survient. Ce mode de fonctionnement s'apparente étroitement à celui des « Rainy day funds », mis en place dans de nombreux États américains. Wagner et Elder (2005) ont montré que les États américains pourvus de ce type de fonds obtiennent de meilleurs résultats budgétaires que les autres États, surtout lorsque le fonctionnement des fonds est régi par des règles claires et précises. Selon Balassone et al. (2007), la formule des « Rainy day funds » pourrait s'avérer fructueuse en Europe, pourvu que certaines conditions soient respectées. En premier lieu, il conviendrait de définir de façon précise les règles présidant aux versements et aux prélèvements de fonds. Il importerait en particulier de s'assurer que ces derniers s'opèrent réellement en période de basse conjoncture ou en cas de nécessité structurelle et non afin de financer des dépenses nouvelles. En second lieu, des finances publiques solides constituent un indispensable préalable à la mise en place de « rainy day funds ». Enfin, ces fonds seraient particulièrement utiles dans les pays où la volatilité du PIB est élevée. Comme le démontrera la partie 3 du présent *Actualité & tendances*, le Luxembourg est précisément dans un tel cas de figure.

Les « Rainy day funds » ou d'autres fonds souverains pourraient agir de façon active par deux biais. La stabilisation keynésienne constitue la première modalité envisageable d'intervention active. Elle consisterait à recourir au fonds souverain pour financer une relance de la demande agrégée en période de basse conjoncture, les actifs du fonds étant reconstitués à l'occasion de la phase ascendante du cycle économique. Si le recours à la relance keynésienne classique peut s'avérer utile au sein d'une grande économie fermée, elle ne constitue cependant pas une modalité appropriée de stabilisation active dans une petite économie ouverte en raison, notamment, de l'importance des effets de fuite. Nombre de recherches récentes ont d'ailleurs mis à jour l'actuelle faiblesse des multiplicateurs keynésiens en Europe, même au sein d'économies présentant une assise relativement large telles que l'Allemagne ou la France.

³ Voir Williams (2007) pour une description de l'expérience de Trinité et Tobago.

La mise en œuvre d'une politique d'offre visant à contrer ou pallier un choc externe éventuel constitue un second outil de stabilisation active, qui a pour avantage de contribuer à la stabilisation tout en renforçant les bases structurelles de l'économie. Il s'agirait par exemple de contrer un choc d'offre éventuel et ses conséquences sur la compétitivité en abaissant les coûts de revient des entreprises – par exemple par le biais d'une diminution de la fiscalité des entreprises. De surcroît, les effets inflationnistes d'un choc d'offre éventuel – par exemple une brusque progression des cours du pétrole – pourraient être atténués au moyen d'un allègement de la taxation indirecte ou d'une moindre progression des prix administrés. Une réduction de la fiscalité directe sur les ménages assortie d'une modération salariale compensatoire permettrait également de pallier les tensions inflationnistes, tout en évitant un recul trop prononcé du pouvoir d'achat des particuliers. Enfin, des réductions d'impôt ciblées permettraient de soutenir ponctuellement les secteurs les plus affectés par un éventuel ralentissement économique ou par d'autres chocs externes. D'un point de vue plus structurel que conjoncturel, un fonds pourrait constituer le catalyseur d'une politique de diversification économique, qui réduirait la vulnérabilité de l'économie à un nombre réduit de secteurs. Cette mission de diversification figure explicitement parmi les principaux objectifs de l'Heritage Fund en Alberta. En outre, le Khazanah Nasional Berhad de Malaisie investit activement dans les nouvelles technologies nationales, ce qui concourt également à accroître la diversification économique.

L'exploitation de ces diverses « niches de souveraineté » suppose cependant l'existence d'une marge de manœuvre budgétaire suffisantes, donc d'un niveau approprié de réserves.

2.2. Neutralisation de l'effet « Dutch disease »

La neutralisation de cet effet constitue une fonction des fonds potentiellement moins intuitive que la stabilisation. Elle n'en est pas moins mentionnée explicitement dans le cas de la Norvège par le Vice-Gouverneur de la banque centrale. L'effet « Dutch disease » procède schématiquement de la sorte. Le point de départ de cet effet est l'apparition d'une ressource abondante, qui peut résulter d'une découverte de ressources naturelles, d'un accroissement soudain des termes de l'échange, de l'assistance étrangère ou encore de flux d'investissement direct. Cette situation a été modélisée dans une contribution pionnière de W.M. Corden et J. Peter Neary (1982), qui ont distingué trois types de secteurs, à savoir (i) le secteur qui bénéficie de l'afflux soudain de ressources nouvelles, par exemple le secteur du pétrole, (ii) les autres branches exposées de l'économie, à savoir notamment l'essentiel de l'industrie et (iii) le secteur abrité, en particulier les services. Trois types d'effets viennent entamer la compétitivité du secteur exposé dans la foulée de l'afflux de ressources nouvelles. En premier lieu, si ces ressources sont issues de l'étranger, elles induisent une amélioration de la balance des paiements, avec à la clef une appréciation du taux de change. En second lieu, la demande agrégée additionnelle va en partie se déverser sur le secteur abrité de l'économie. Il va en résulter un accroissement des salaires et des autres coûts de production dans ce secteur, qui pourra aisément répercuter ces coûts additionnels sur ses prix de vente. La hausse de la rémunération des facteurs de production dans le secteur abrité va se diffuser au secteur exposé de l'économie, dont la rentabilité sera dès lors prise en tenaille. Contrairement au secteur abrité, le secteur exposé ne peut en effet contrebalancer l'accroissement des prix de revient par une adaptation de ses prix de vente, en raison de l'intensité de la concurrence internationale dans un cadre globalisé. L'accroissement des coûts salariaux sera encore aggravé par le « détournement » par le secteur pourvoyeur de ressources abondantes – par exemple le secteur pétrolier – d'une partie de la main-d'œuvre.

En troisième lieu, l'ajustement à la hausse des prix pratiqués par le secteur abrité va alimenter l'inflation – surtout en présence d'un mécanisme d'indexation automatique et intégral des salaires – avec à la clef une nouvelle détérioration de la compétitivité du secteur exposé. Ce dernier tendra dès lors à se rétrécir comme une peau de chagrin – il aura contracté la « Dutch disease », ce qui est d'autant plus dommageable qu'à moyen et long terme, les ressources abondantes tendront

également à s'étioler. Paradoxalement, la découverte de ressources abondantes pourrait donc à terme exercer un impact négatif sur le tissu économique du pays « bénéficiaire ».

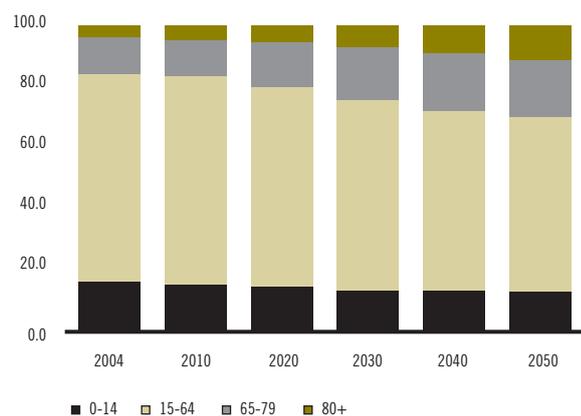
L'effet « Dutch disease » doit son nom au fait qu'il a été évoqué pour expliquer les difficultés du secteur manufacturier néerlandais dans le sillage de l'exploitation des réserves de gaz naturel de la mer du Nord, à partir des années soixante. Cet effet est également fréquemment évoqué pour expliquer les difficultés de l'agriculture espagnole au 16^{ème} siècle, dans la foulée des importations massives de métaux précieux en provenance d'Amérique. Sont également parfois cités le cas de la Colombie après la forte hausse du prix du café dans les années quatre-vingt-dix ou la situation des pays pétroliers après les chocs énergétiques de 1973 et 1979.⁴

Il ne s'agit cependant nullement d'une fatalité. Les ressources abondantes peuvent en effet constituer une excellente opportunité de développement économique si elles sont correctement exploitées, ce qui suppose notamment la neutralisation de l'effet « Dutch disease ». Le versement de tout ou partie des recettes abondantes à un fonds souverain, qui sera en outre en mesure d'assurer une saine gestion de ces réserves, permet justement de stériliser en amont la « Dutch disease », en amoindrissant l'impact initial des ressources abondantes sur la demande agrégée et, partant, sur les coûts de production.

2.3. La redistribution intergénérationnelle

La redistribution intergénérationnelle constitue un apport primordial des fonds souverains, qui revêt deux dimensions distinctes. D'une part, les pays occidentaux sont pour la plupart affectés par le vieillissement, dont l'acuité est illustrée au graphique 5. L'accroissement important de la proportion de personnes âgées de 65 et plus au sein de l'Union européenne devrait avoir pour effet une forte augmentation des dépenses de pension, d'assurance maladie et d'assurance dépendance.

Graphique 5 : Evolution prévisible de la structure d'âge de la population de l'Union européenne des 25 (pourcentages)

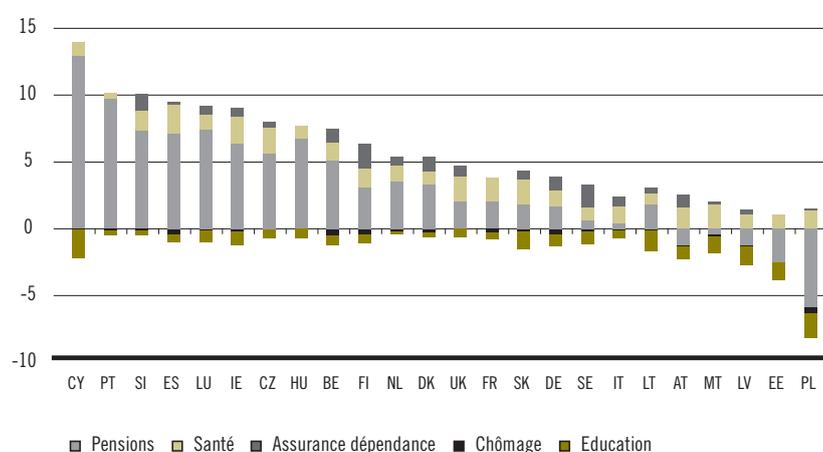


Source: Comité de Politique Economique (CPE) et Commission européenne (2006).

⁴ Voir notamment IMF (2003).

Cette évolution prévisible a été particulièrement bien mise en évidence par un rapport conjoint du Comité de Politique Economique et de la Commission européenne sur l'impact budgétaire à long terme du vieillissement de la population. Comme l'indique le graphique 6 élaboré sur la base de ce rapport, les dépenses liées au vieillissement devraient considérablement augmenter de 2004 à 2050 dans la plupart des pays de l'Union, le Luxembourg figurant parmi les pays les plus affectés.

Graphique 6 : Evolution des dépenses liées au vieillissement au sein de l'Union européenne
Accroissement du ratio de dépenses de 2004 à 2050, en pourcentages du PIB



Source: Comité de Politique Economique (CPE) et Commission européenne (2006).

La constitution d'actifs dans le cadre d'une stratégie de « funding » (couverture intégrale des engagements) permet de générer des revenus du patrimoine qui viendront fort opportunément compenser la dérive des dépenses occasionnée par le vieillissement, du moins si les actifs affectés au « funding » atteignent un niveau suffisamment élevé. Cette dimension vieillissement est importante, et figure d'ailleurs parmi les objectifs de nombre de fonds souverains. Elle ne doit cependant pas supplanter les autres fonctions potentielles, tout aussi importantes, d'un fonds souverain. C'est l'une des raisons pour lesquelles une maîtrise accrue des prestations est essentielle. Elle permettrait de réduire l'ampleur des actifs requis afin d'assurer le « funding » du régime de pension. Les actifs libérés de la sorte pourraient être affectés aux autres fonctions, par exemple la stabilisation ou la protection contre l'étiollement des ressources abondantes.

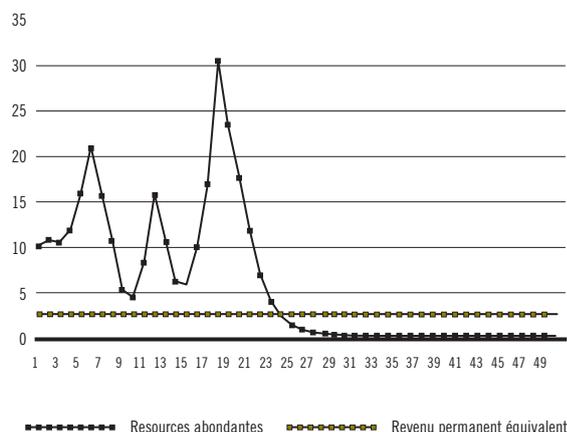
L'instauration d'un fonds permet de lutter contre une autre source de discrimination des générations futures que le vieillissement, à savoir **l'épuisement progressif des ressources abondantes et le phénomène d'obsolescence**. En l'absence d'un fonds souverain, les générations présentes bénéficient de façon disproportionnée de ressources abondantes mais épuisables, telles que des réserves de pétrole ou de gaz ou encore des flux d'investissement direct particulièrement importants. Le versement à un fonds souverain d'une partie de ces ressources abondantes permet de lutter contre cette forme d'inégalité.

Le graphique 7 ci-joint est construit à partir de l'exemple fictif du graphique 4 et en supposant un taux de rendement nominal des réserves du fonds égal à 6%. La courbe foncée irrégulière du graphique correspond aux ressources abondantes, par exemple les revenus pétroliers. Ces ressources présentent l'inconvénient d'être à la fois précaires et épuisables. Elles ne bénéficieront par conséquent nullement aux générations futures. La ligne horizontale représente quant à elle le

« revenu permanent » équivalent, à savoir le revenu annuel pouvant être dégagé sur un horizon infini par un fonds souverain ayant bénéficié du transfert de ressources exceptionnelles. Ce revenu permanent s'élèverait dans l'exemple repris au graphique à 2,4% du PIB. Toute recette abondante excédant ce revenu permanent – à savoir les distances positives entre la courbe foncée et la droite – serait versée au fonds. Un transfert en sens inverse, sous la forme par exemple d'un dividende versé à l'Etat, s'opérerait si d'aventure ces ressources devenaient inférieures à ce seuil de 2,4% (distances négatives entre la courbe foncée et la droite). Cette technique de lissage permet de garantir la pérennité de ce revenu annuel de 2,4%, qui peut perdurer indéfiniment grâce à l'accumulation des revenus du patrimoine du fonds et à la stabilité des actifs du fonds observée en régime de croisière.

Graphique 7 : Ressources abondantes : conférer un caractère permanent à des ressources transitoires via un fonds

Exemple fictif, en pourcentages du PIB



En d'autres termes, le fonds aurait pour objet de transmuter des ressources fluctuantes ne bénéficiant qu'aux générations présentes en un revenu financier permanent profitant de façon identique aux générations présentes et futures. Il convient de souligner que ce revenu permanent serait nettement inférieur aux revenus du patrimoine proprement dits. Compte tenu d'un taux de rendement de 6% et de réserves égales à 254% du PIB en régime de croisière, les revenus du patrimoine du fonds atteindraient en effet quelque 15% du PIB à moyen terme dans l'exemple fictif illustré ci-dessus. La majeure partie de ces revenus du patrimoine devrait cependant être thésaurisée dans le fonds, précisément afin de garantir la stabilité des actifs du fonds en pourcentages du PIB. C'est d'ailleurs cette stabilité qui permettrait d'assurer la permanence du flux annuel précité de 2,4%.

Le graphique 7 illustre clairement l'apport de l'existence d'un fonds souverain en termes d'équité intergénérationnelle. En acceptant de ne bénéficier que d'une partie des ressources abondantes, les générations existantes permettent aux générations futures de profiter équitablement des recettes abondantes, la pérennité de cet apport étant garantie à long terme. Il convient de signaler que le graphique exagère l'ampleur du « sacrifice » exigé des générations présentes, car il n'intègre pas certains effets néfastes d'une abondance soudaine de ressources, par exemple la « Dutch disease » mentionnée ci-dessus. La neutralisation de cet effet par le truchement

d'un fonds profite tant aux générations actuelles qu'aux générations futures. De surcroît, comme l'illustre le graphique, l'instauration d'un fonds souverain permet à la génération actuelle de se prémunir de la volatilité des ressources abondantes (voir à ce propos la section 2.1).

Le graphique est basé sur l'hypothèse d'un déclin relativement graduel des recettes abondantes, en phase avec la diminution des réserves de ressources non renouvelables. Ce déclin pourrait cependant revêtir un caractère plus soudain et survenir avant même l'épuisement des réserves précitées, à la suite par exemple de découvertes technologiques rendant obsolètes les ressources naturelles existantes. Ce risque spécifique, baptisé « effet d'obsolescence » par Barnett et Ossowski (2002), renforce encore la pertinence d'une épargne de précaution significative. Il convient de souligner que l'obsolescence revêt une dimension plus probabiliste que l'épuisement des ressources, la réduction des réserves étant plus facile à anticiper que les percées technologiques ou les autres facteurs d'obsolescence.

En définitive, on peut assimiler à juste titre le fonds souverain à la pièce angulaire d'un contrat entre les générations, en vertu duquel les générations existantes accepteraient une distribution des revenus plus équilibrée entre les générations en échange d'une plus grande stabilité économique à court terme.

2.4. L'accroissement des revenus du patrimoine à la faveur d'une gestion centralisée et diversifiée

Comme l'indique le tableau 1, un rendement élevé est un objectif très fréquemment mentionné par les 22 principaux fonds souverains. Le « Future Fund » australien poursuit même un objectif extrêmement explicite à cet égard, puisqu'il vise un rendement nominal d'au moins 5% sur des fenêtres mobiles successives de 10 ans. Les fonds souverains permettent d'assurer un placement plus centralisé, plus performant, plus dynamique des actifs nationaux qu'une structure d'investissement atomisée. L'atteste à suffisance l'expérience de la Norvège, où les revenus induits par le patrimoine du GPF ont atteint quelque 5,1% du PIB en 2006. La centralisation des réserves à long terme de l'État constitue par ailleurs un facteur de transparence. Ainsi, le GPF publie de façon récurrente la liste complète des actifs qu'il détient, y compris les actions.

Une centralisation accrue des réserves permet par ailleurs de mettre en œuvre une politique de diversification plus cohérente. Une première forme de diversification est la diversification géographique. Un fonds souverain vise à accroître la résilience de l'économie nationale à des chocs macro-économiques. Une structure d'investissement trop axée sur l'économie nationale serait dommageable à cet égard. Le fonds étant exposé aux mêmes chocs que l'économie dans son ensemble, il ne serait plus en mesure d'atténuer efficacement leurs effets négatifs du fait d'un amoindrissement de ses moyens d'action, d'où l'importance primordiale de la diversification géographique.

Un autre aspect essentiel de la diversification est la proportion d'actifs à revenu variable dans les actifs totaux du fonds, en premier lieu les actions. Le cours de ces actifs peut certes s'avérer fluctuant sur un horizon de court terme, ce qui explique la quasi absence d'actions dans les réserves officielles de change. Ces fluctuations sont cependant nettement moins problématiques sur l'horizon de long terme, qui est de mise pour un fonds souverain. Selon Modigliani et Muralidhar (2004), le taux de rendement annuel d'un portefeuille composé d'une moitié d'actions et d'une moitié d'obligations aux Etats-Unis se serait en moyenne établi à 9,35% sur la période 1926-2000, en dépit du fait que cette période englobe l'effondrement du cours des actions

enregistré à partir d'octobre 1929.⁵ Le rendement élevé des actions permet de maximiser le rendement du portefeuille sans prise de risque excessive, du moins sur un horizon de long terme.

Un autre apport potentiel des fonds souverains est une perspective d'investissement élargie, qui intègre les problématiques sociales et environnementales. Ainsi, le Superannuation Fund de Nouvelle-Zélande base sa stratégie de placement sur les « Principles for Responsible Investments » des Nations unies, qui visent à intégrer à la stratégie d'investissement des critères environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance. Une telle démarche, qui présente une proximité certaine avec le concept de développement durable, vise accessoirement à consolider la réputation de la Nouvelle-Zélande sur un plan international.

3. L'instauration d'un fonds au Luxembourg est-elle justifiée?

3.1. Vue d'ensemble

Les administrations publiques luxembourgeoises se caractérisent par des avoirs substantiels. Ces derniers ne permettraient cependant pas d'assurer à eux seuls le financement d'éventuels fonds souverains luxembourgeois, comme le démontre un bref inventaire des trois principales composantes des actifs financiers des administrations publiques. Il s'agit des avoirs des fonds spéciaux, des participations de l'Etat et enfin de la réserve du régime général de pension. Les actifs des fonds spéciaux atteignaient 5,1% du PIB à la fin de 2006.⁶ Ces avoirs ne sont cependant guère susceptibles d'être utilisés comme tels par d'éventuels fonds souverains. Ils sont pour l'essentiel investis à court terme afin d'assurer le financement des dépenses des fonds, en premier lieu les investissements publics. Les réserves nettes – c'est-à-dire hors produits d'emprunts – des fonds tendent en outre à s'étioler avec le temps. Comme l'indique l'avis de la Chambre de Commerce sur le projet de budget 2008, les avoirs nets des fonds d'investissement publics deviendraient même négatifs dès 2011 en l'absence de dotations complémentaires à celles qui figurent au programme pluriannuel 2008-2011 des dépenses en capital.

A l'issue de 2006, le portefeuille des participations de l'Etat exprimées à leur valeur comptable atteignait 4,8% du PIB.⁷ Ce portefeuille se compose cependant dans une large mesure de valeurs stratégiques et de participations dans des établissements publics, qui ne se prêtent pas à une optique de placement financier au sens propre du terme.

Enfin, la réserve de compensation du régime de pension, qui se montait à 21,4% du PIB au 31 décembre 2006,⁸ constitue le principal actif des administrations publiques. Cette réserve présente par ailleurs une grande proximité avec divers fonds souverains étrangers, cette similitude ayant encore été renforcée par la décision de confier la gestion de l'essentiel des réserves à un Fonds de compensation.⁹ Ce dernier a été mis en place en vertu de la loi du 6 mai 2004 sur l'ad-

⁵ Ce rendement moyen de 9,35% inclut les gains en capital et les dividendes. Il s'agit d'un rendement nominal. Le rendement correspondant pour un portefeuille composé de 60% d'actions se serait établi à 10,07% de 1926 à 2000 selon les auteurs.

⁶ Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat, 2008.

⁷ Rapport d'activité 2006 du Ministère des Finances, bilan financier de l'Etat, situation au 31 décembre 2006.

⁸ IGSS (2006).

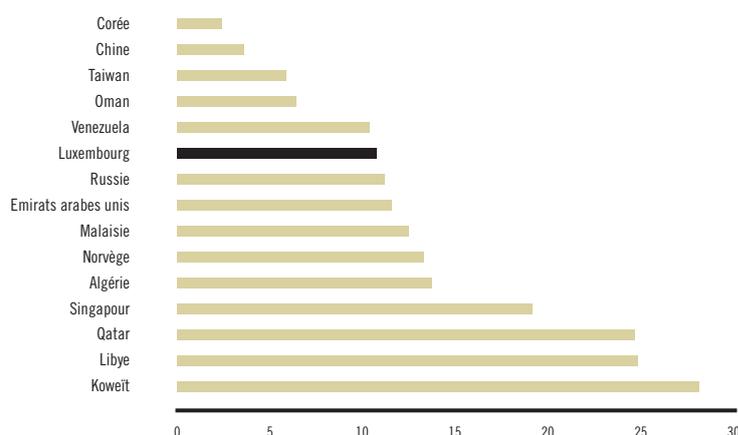
⁹ A la fin de 2006, le Fonds de compensation gérait 76% de la réserve de compensation totale selon IGSS (2007).

ministration du patrimoine du régime général de pension. Il est doté de la personnalité civile et a pour mission d'assurer la gestion de la réserve de compensation du régime général de pension. Si cette évolution est extrêmement louable, les actifs gérés par le Fonds de compensation semblent bien insuffisants à l'aune des engagements futurs du régime général de pension ainsi que par rapport aux actifs des fonds souverains étrangers identifiés au tableau 1. Selon certaines estimations, seule une réserve de l'ordre de 100% du PIB, voire même davantage, permettrait réellement d'assurer le préfinancement des engagements futurs, du moins en l'absence de réformes majeures. En outre, comme l'indiquent les paragraphes suivants, le financement des pensions ne constitue qu'une des nombreuses fonctions potentielles des fonds. D'autres fonctions plus pertinentes du point de vue du renforcement du potentiel productif justifieraient la mise en place de structures spécifiques, qui viendraient s'ajouter à un fonds de couverture des engagements de pension. Ces structures spécifiques nécessiteraient la mise en place de nouvelles normes budgétaires, qui viseraient à la fois à mieux encadrer la progression des dépenses publiques et à redéfinir les objectifs de soldes budgétaires. Ces éléments sont passés en revue ci-dessous, après un examen de la pertinence, dans le cas spécifique du Luxembourg, des fonctions potentielles des fonds telles qu'elles ont été identifiées dans la deuxième partie du présent *Actualité & tendances*.

Un constat s'impose en tout cas avant même le passage en revue de ces fonctions. Les pays possédant des fonds souverains partagent une caractéristique commune: ils se caractérisent par de substantiels excédents de leurs balances des paiements courantes et accumulent de ce fait de plantureuses créances sur le reste du monde. Une partie de ces créances est canalisée vers les fonds souverains, le résidu servant essentiellement à alimenter les réserves de change. Comme l'indique le graphique ci-joint, le Luxembourg se caractérise également par de considérables excédents courants, qui sont pratiquement du même ordre de grandeur qu'aux Emirats arabes unis, en Malaisie et en Norvège. Ce résultat constitue une première présomption en faveur de l'établissement de fonds souverains au Luxembourg.

Graphique 8 : Balances courantes des paiements dans les Etats ayant institué les fonds souverains les plus importants

Moyennes sur la période 1999-2006, en pourcentages du PIB



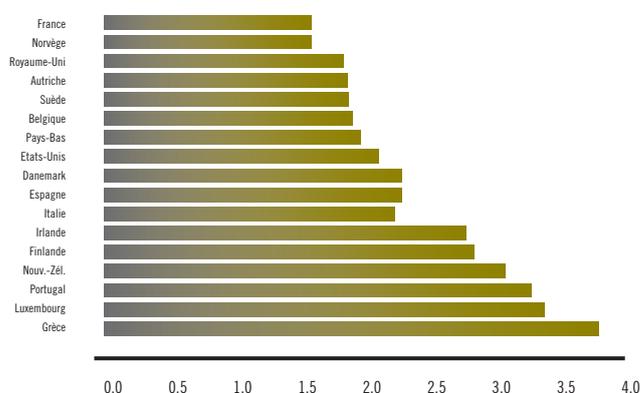
Source : FMI, World Economic Outlook d'octobre 2007.

3.2. La fonction de stabilisation est particulièrement pertinente dans un pays ouvert de taille restreinte

L'instauration d'un fonds au Luxembourg permettrait de financer aisément d'éventuelles mesures de redressement en cas d'affaissements conjoncturels ou de chocs d'offre, ce qui constitue un apport essentiel. En contrepartie cependant, les avoirs du fonds seraient reconstitués lors de la phase ascendante du cycle économique. A défaut d'une telle symétrie de la politique budgétaire, les avoirs du fonds déclineraient tendanciellement, ce qui constituerait un signal très négatif vis-à-vis de l'opinion publique et des observateurs étrangers.

La première fonction d'un fonds souverain évoquée dans la deuxième partie, à savoir la stabilisation, est particulièrement cruciale au Luxembourg. La petite taille de l'économie luxembourgeoise et son degré d'ouverture élevé l'exposent en effet à divers facteurs de volatilité. En témoigne par exemple une récente étude du Statec sur la volatilité du PIB au Luxembourg, dont les principaux résultats figurent au graphique suivant. L'écart-type de la croissance du PIB a atteint près de 3,5% au Luxembourg au cours de la période 1964-2005, soit bien davantage que dans de grands pays tels que la France, le Royaume-Uni et les Etats-Unis, ou même que dans des pays de taille plus réduite comme la Belgique ou les Pays-Bas.

Graphique 9 : Volatilité du PIB au Luxembourg et dans d'autres pays, période 1964-2005
Ecarts-types du taux de croissance du PIB, en pourcentages



Source : STATEC (2006).

En dépit de la volatilité intrinsèque au secteur de l'énergie, la Norvège se caractérise quant à elle par une volatilité très réduite, même au cours de la période 1984-2005 qui a vu la montée en puissance du secteur énergétique. Le maintien de la volatilité macro-économique à un niveau très bas en Norvège pourrait en partie découler de l'instauration d'un fonds souverain en 1990, qui a pu contribuer à atténuer la diffusion à l'ensemble de l'économie de la volatilité des recettes pétrolières. La Nouvelle-Zélande constitue un autre exemple particulièrement intéressant. Ce pays se caractérise en effet par un écart-type important sur la période 1964-2005. Cette situation pourrait en partie expliquer la création du « Superannuation Fund » en 2001. Ce fonds a commencé à investir en septembre 2003.

Le Luxembourg ne dépend certes pas d'une ressource épuisable telle que le pétrole, mais il est fortement tributaire de la place financière. Alors que les recettes liées à l'extraction de pétrole ont représenté 32,5% des recettes de l'Etat central norvégien en 2006, les recettes fiscales directement et indirectement liées au secteur financier se sont montées à 32% des recettes fisca-

les de l'Etat central luxembourgeois en 2006.¹⁰ Certaines recettes de l'Etat luxembourgeois sont par ailleurs extrêmement volatiles, comme l'atteste le tableau 2 ci-dessous. Il en est par exemple ainsi de la taxe d'abonnement et de l'impôt retenu sur les revenus de capitaux (IRRC). Par ailleurs, la pérennité des recettes liées au « Tanktourismus » ne peut être garantie du fait par exemple de la mise en œuvre du protocole de Kyoto et des accords internationaux ultérieurs. Une approche « norvégienne » consisterait à identifier les recettes volatiles et précaires et à les canaliser vers un fonds souverain. Il convient cependant d'éviter une définition trop large de ces recettes, afin de ne pas réduire excessivement les ressources de l'Etat. Un transfert de l'ordre de grandeur de 5% du PIB semble approprié. Par ailleurs, un versement minimal au fonds pourrait être envisagé afin d'éviter l'écueil opposé d'un amoindrissement excessif des versements à ce fonds. Ces éléments seront examinés plus en détail à la partie 4.

Tableau 2 : Volatilité de quelques recettes fiscales de l'Administration centrale

Recette	Montant en millions d'euros, 2006	Volatilité sur la période 1995-2006 en % (1)
Impôt retenu sur les revenus de capitaux	364	85,5
Taxe d'abonnement	651	52,4
Taxes du type TVA	1 805	45,7
Impôt sur le revenu des collectivités	1 152	39,9
Droits d'accise	1 289	39,2
Droits d'enregistrement	209	34,3
Impôt sur la fortune	150	33,4
Impôt sur les traitements et salaires	1 665	31,6

Sources : Statec, calculs Chambre de Commerce.

(1) Coefficient de variation : rapport de l'écart-type et de la moyenne sur la période 1995-2006, en pourcentages. Les coefficients de variation ne sont pas apurés de l'impact d'éventuelles mesures gouvernementales.

Dans l'optique de stabilisation, l'instauration d'un fonds au Luxembourg paraît plus justifiée encore que dans les pays exportateurs de pétrole à un égard. Ces pays, en particulier les plus petits d'entre eux,¹¹ disposent en effet d'une alternative à un fonds lorsqu'il s'agit de pallier la variation des prix des actifs. Ils dépendent en effet d'une ressource, le pétrole, qui est négociée sur des marchés globalisés et profonds. Il leur serait dès lors loisible d'amortir partiellement l'incidence des prix du pétrole sur leurs ressources en se couvrant avec des instruments dérivés tels que des futures, des swaps ou des options (stratégie de « Hedging »). Des instruments similaires permettant de couvrir les risques très spécifiques auxquels le Luxembourg doit faire face (risque d'obsolescence de la place, tanktourismus) font évidemment défaut, ce qui accroît encore la pertinence d'un fonds souverain national.

¹⁰ CODEPLAFI (2007).

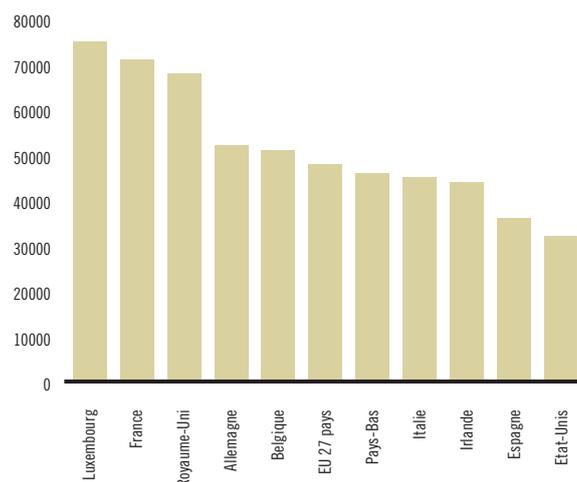
¹¹ Les plus grands producteurs pourraient en effet éprouver certaines difficultés à trouver des contreparties sur les marchés des dérivés.

3.3. Neutralisation de tout effet « Dutch disease » éventuel

Il est généralement difficile d'identifier formellement cet effet « Dutch disease ». Il n'est cependant pas douteux que des ressources abondantes sur une période de temps donnée tendent in fine à exercer une pression à la hausse sur les conditions salariales, tout d'abord dans les branches abritées et ensuite dans les secteurs exposés de l'économie, ces dernières activités étant victimes d'un certain effet d'éviction. Les salaires sont élevés au Luxembourg, même dans le secteur exposé, cette situation pouvant conceptuellement découler de l'importance du secteur financier et d'un secteur public où la main-d'œuvre est bien rémunérée. L'importance des revenus bruts d'un ingénieur dans le secteur électronique, qui apparaît au graphique suivant, suggère que le secteur abrité pourrait effectivement être affecté par ces effets de débordement.

Graphique 10 : Revenu annuel brut d'un ingénieur dans l'électronique

En euros par an



Source : UBS (2006).

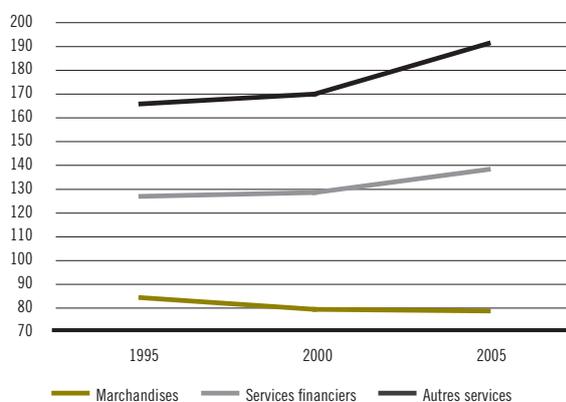
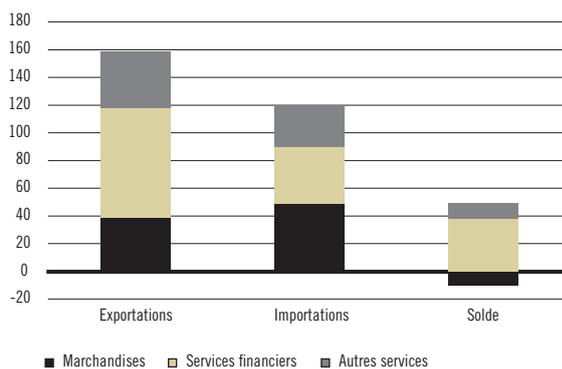
Notes : Correspond au titulaire d'un diplôme technique supérieur, ayant 35 ans et au moins 5 années de pratique.

L'effet d'éviction peut aussi s'opérer par le truchement de coûts non salariaux tels que l'immobilier, dont les prix sont notoirement élevés au Luxembourg.

Pourrait également témoigner d'un certain effet « Dutch disease » le déséquilibre de la balance des marchandises du Luxembourg, qui a atteint 3,5 milliards d'euros, soit 10% du PIB, en 2006. Alors que les importations luxembourgeoises de biens et services se composaient de marchandises à raison de 41% en 2006, la proportion correspondante se limitait alors à 24% sur le versant des exportations. Comme le montre la seconde partie du graphique ci-dessous, le taux de couverture des importations par les exportations est par ailleurs nettement inférieur à 100% en ce qui concerne les marchandises et ce taux tend de surcroît à reculer, à rebours de l'évolution observée dans les services – en particulier dans les services financiers.

Graphique 11 : Balance des biens et services du Luxembourg en 2006
Exportations, importations et soldes en pourcentages du PIB

Taux de couverture des importations par les exportations



Source : STATEC.

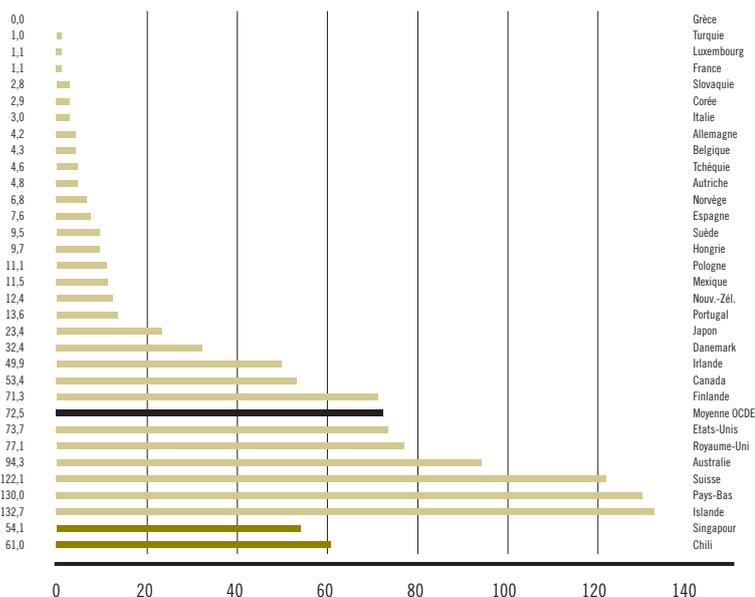
Ces diverses données suggèrent qu'un certain effet d'éviction à l'encontre du secteur exposé hors services pourrait être à l'œuvre au Luxembourg. Ce phénomène revêt pour l'instant un caractère relatif, car dans l'absolu, les ventes de biens écoulés à l'étranger évoluent favorablement. Ainsi, la hausse annuelle moyenne des exportations de marchandises s'est élevée à près de 7% par an en termes nominaux de 1995 à 2006. Le déclin relatif du secteur exposé hors services doit cependant être observé avec attention, car il pourrait constituer le signe avant-coureur d'évolutions plus préoccupantes. Afin de prévenir une aggravation de ce phénomène d'éviction, une partie des ressources abondantes pourrait être thésaurisée, à l'instar de la situation prévalant en Norvège. Elles pourraient être partiellement utilisées afin de pallier toute dégradation de la compétitivité dans le secteur exposé non financier.

3.4. La redistribution intergénérationnelle

L'équité intergénérationnelle prend une dimension particulière dans le contexte du vieillissement de la population. Une redistribution dans ce domaine s'impose particulièrement au Luxembourg, comme l'illustrent notamment les recommandations de diverses institutions nationales ou internationales en rapport avec le seul régime de pension. Deux institutions ont explicitement chiffré l'ampleur des fonds requis afin d'assurer la couverture des engagements de pension dans une perspective intertemporelle. D'une part, selon l'OCDE (2006), ces réserves devraient être de l'ordre de 70-100% du PIB. D'autre part, selon une simulation de référence établie par la BCL (Bouchet (2006)) en supposant une suspension temporaire de l'ajustement des pensions aux salaires réels, un fonds de pension éventuel devrait accumuler des actifs à raison d'environ 150% du PIB en vitesse de croisière. La réserve de compensation, qui atteignait de l'ordre de 21% du PIB à la fin de 2006, paraît bien insuffisante à l'aune de ces recommandations.

Cette source de vulnérabilité est aggravée par la faiblesse des fonds de pension privés au Luxembourg, comme l'illustre le graphique suivant. Divers pays se caractérisent par un degré élevé de couverture des engagements de pension, par le biais de fonds privés. Il en est ainsi en Islande – soit une très petite économie ouverte à l'instar du Luxembourg – aux Pays-Bas et en Suisse, où les actifs des fonds de pension excèdent 100% du PIB. En outre Singapour, où les avoirs des fonds souverains se montent pourtant à quelque 244% du PIB, se caractérise de surcroît par des fonds de pension privés dont les actifs atteignent 54% du PIB. Ces expériences originales ne sont guère abordées dans le présent *Actualité & tendances*, qui se focalise sur les fonds principalement détenus par les administrations publiques. Comme l'indique le graphique, les fonds de pension privés sont pratiquement inexistant au Luxembourg et dans les trois pays voisins. Des mesures visant à remédier à cette situation, par exemple en confiant la gestion des prestations à des fonds privés au-delà d'un certain seuil de pension, permettraient d'assurer la couverture des engagements de pension sans pour autant obliger les pouvoirs publics à hisser les actifs du Fonds de compensation à un niveau excessivement élevé.

Graphique 12 : Actifs totaux des fonds de pension privés en 2006
En pourcentages du PIB

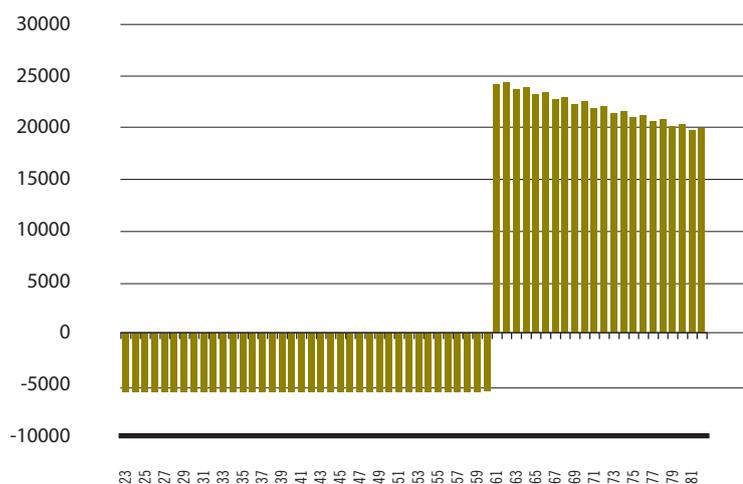


Source : OCDE (2007).

La seule dimension « pensions » exigerait donc des réserves en pourcentages du PIB – publiques et/ou privées – plus ou moins équivalentes aux actifs du Government Pension Fund norvégien, en raison de la forte hausse anticipée des dépenses de pension. Pour rappel, selon le rapport commun du Comité de Politique Economique et de la Commission européenne sur le vieillissement, les dépenses de pension vont augmenter à raison de 7,4% du PIB au Luxembourg de 2004 à 2050, soit l'une des progressions les plus marquées au sein de l'Union européenne. Cette situation refléterait notamment la générosité de l'actuelle formule de calcul des pensions au Luxembourg. Pour rappel, le taux de remplacement des salaires par les pensions est nettement plus élevé au Luxembourg que dans les pays voisins. La neutralité actuarielle des pensions n'est de surcroît nullement assurée au Luxembourg, dans la mesure où la valeur actualisée des cotisations sociales versées au cours d'une carrière même complète est souvent très inférieure à la valeur actualisée des prestations correspondantes. Le graphique 13 est très illustratif à cet égard. L'accroissement tendanciel de l'espérance de vie accentue encore ce biais.

Graphique 13 : Valeur actualisée des flux de pension du régime général (cotisations : -, prestations : +) pour un individu représentatif masculin optant pour la retraite à 60 ans

En euros



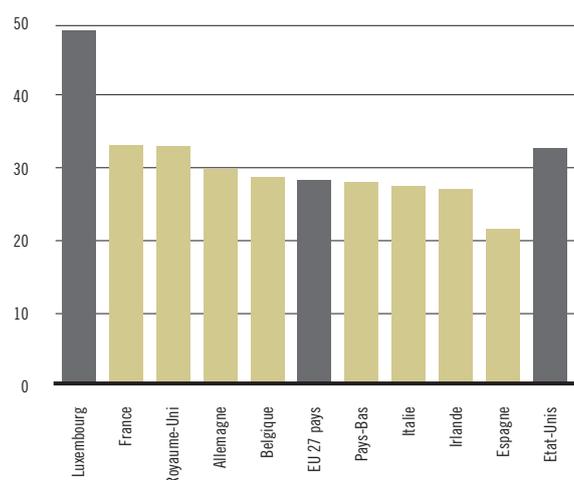
Source : BCL.

Notes : Le taux de cotisation considéré tout au long de la carrière est égal à 16% des revenus cotisables, soit les 8% directement à charge des employés ainsi que les cotisations prises en charge par les employeurs. Le revenu de l'individu de référence est égal au revenu cotisable moyen pour les employés masculins. Pour plus de détails, voir le Bulletin 2006/1 de la BCL, page 75. Le taux d'escompte relativement élevé explique le déclin graduel des pensions actualisées après l'âge de 60 ans.

Un autre élément de la redistribution intergénérationnelle passe habituellement à l'arrière-plan, car en dépit de son importance il est occulté par le phénomène – crucial il est vrai – du vieillissement. Il s'agit du risque d'épuisement ou d'obsolescence des ressources exceptionnelles. La situation du Luxembourg en la matière semble a priori bien différente de celle de nombre de pays ayant mis en place un fonds souverain. Des ressources naturelles par définition épuisables constituent le plus souvent le principal socle de l'économie des pays précités alors que le secteur prépondérant au Luxembourg, à savoir les services financiers, ne paraît pas « condamné » au déclin au même titre que la production de ressources non renouvelables.

Graphique 14 : Part dans la valeur ajoutée brute totale des activités financières et des services aux entreprises

En pourcentages de la valeur ajoutée brute, 2006 (2004 pour les Etats-Unis)



Source : Eurostat.

Notes : Ces données englobent le secteur financier au sens strict d'une part et d'autre part les services immobiliers, de location et aux entreprises. Pour le Luxembourg, les seuls services financiers représentaient 29,2% de la valeur ajoutée brute en 2006 selon Eurostat.

La situation du Luxembourg d'une part et des pays dépendants de ressources naturelles d'autre part est cependant moins différente qu'il n'y paraît au premier abord. D'une part, le rythme d'épuisement des ressources naturelles dans ces pays demeure en partie indéterminé car de nouvelles réserves peuvent encore être découvertes, ce qui confère une dimension plus « probabiliste » à leur problème de déperdition. Au surplus, les cours des matières premières tendent à progresser, ce qui permet de limiter le déclin des revenus nominaux et facilite au passage l'exploitation de ressources précédemment peu rentables. Enfin, il convient d'identifier en marge du risque de déperdition des ressources un risque d'obsolescence. Ce dernier se matérialise sous la forme d'une perte de valeur soudaine des ressources existantes, suite par exemple à une nouvelle percée technologique. Le risque d'obsolescence relève du domaine des probabilités et n'est nullement certain. Or ce risque est tout à fait transposable au Luxembourg.

La place financière a certes accumulé une solide expérience dans nombre de créneaux porteurs, tels que les fonds d'investissement ou la banque privée. Les avantages comparatifs glanés de la sorte ne prémunissent cependant pas le Luxembourg du risque d'obsolescence évoqué à la section 2.3., dans le cas spécifique d'Etats disposant d'importantes ressources naturelles. Les avantages comparatifs requis sur les marchés financiers ne sont en effet pas invariants. Certains de ces avantages pourraient devenir inopérants en raison de l'évolution technologique ou d'éventuelles mutations des habitudes de paiement et de placement dans un monde plus globalisé. De possibles évolutions du cadre réglementaire sont également susceptibles de favoriser l'obsolescence des avantages comparatifs luxembourgeois. Si ces évolutions ne constituent nullement des fatalités, le risque d'obsolescence semble au total bien tangible au Luxembourg.

Le Luxembourg ne peut baser sa politique économique sur l'hypothèse optimiste d'une pérennité absolue de la prépondérance du secteur financier, en ignorant résolument le risque d'obso-

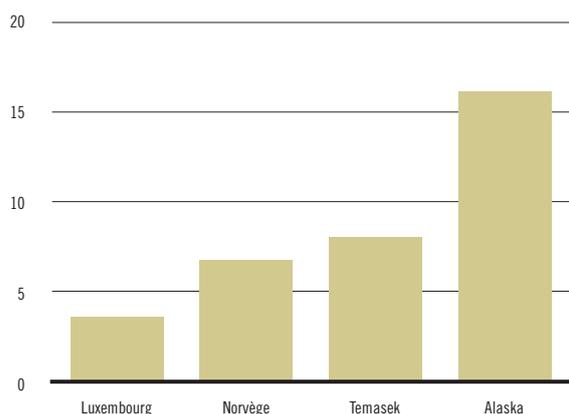
lescence. Dans une optique prudentielle, il importe au contraire de prendre en compte le risque de réduction progressive de cette prépondérance, cette dernière étant mise en lumière au graphique 14. Il conviendrait au contraire de mieux cerner le risque de déperdition ou d'obsolescence, sur la base d'une batterie de scénarios et en recourant éventuellement à des instruments de mesure du risque en vigueur dans le privé, par exemple la « Value At Risk ».

Cette vigilance s'impose d'autant plus que le Luxembourg est exposé à des risques de déperdition émanant d'autres secteurs que le secteur financier. Il en est ainsi des prélèvements perçus sur les achats par des non-résidents d'alcool, de tabac et surtout de carburants (« Tanktourismus »), dont l'impact sur les finances publiques est considérable. Ainsi, les recettes de TVA et d'accises sur l'essence et le diesel vendus à des non-résidents représente de l'ordre de 2% du PIB en 2006, et il s'agit là d'une estimation de l'incidence directe, compte non tenu des recettes engrangées par l'Etat sur les ventes d'alcools et de dérivés du tabac dans les stations-service.¹² Cette dépendance pourrait s'avérer problématique dans le contexte de la lutte internationale contre les émissions de gaz à effet de serre.

3.5. Amélioration du rendement des réserves et exploitation de l'expérience acquise

La situation est éminemment perfectible au Luxembourg en ce qui concerne le rendement moyen des réserves du régime général de pension. Le rendement moyen de la réserve de compensation du régime général de pension a été particulièrement bas au cours des dernières années. Il a en effet à peine dépassé l'inflation moyenne durant la période 1996-2006. En outre, ce rendement moyen a été nettement inférieur aux rendements engrangés par divers fonds étrangers, comme l'illustre le graphique suivant.

Graphique 15 : Return moyen en monnaies nationales sur la période 1996-2006 (1)



Sources : rapport de l'IGSS 2006, rapports annuels respectifs des fonds, calculs Chambre de Commerce.

(1) 1997-2006 pour le GPF norvégien. En outre le return de ce fonds a été mesuré par rapport au panier des devises détenues.

¹² Estimation effectuée sur la base des quantités vendues publiées par le Groupement Pétrolier Luxembourgeois. La part vendue aux non-résidents a été estimée à partir d'une comparaison de la pondération dans l'IPCN et l'IPCH des produits pétroliers précités.

Ces résultats disparates s'expliquent en premier lieu par des stratégies de placement fondamentalement différentes. Alors que les réserves sont très majoritairement placées à court terme au Luxembourg, les fonds étrangers repris au graphique investissent une part très significative de leurs avoirs sous la forme de titres à revenu variable, en premier lieu les actions. La récente décision des autorités norvégiennes de porter graduellement de 40 à 60% la part des titres à revenu variable dans le portefeuille du GPF est d'ailleurs particulièrement significative à cet égard. Plus généralement, les fonds souverains ont une inclination certaine à miser sur des titres à revenu variable. Si ces titres ne conviennent pas à un investisseur devant garantir à tout moment la mobilisation de l'ensemble de ses actifs, ils permettent d'accroître fortement le rendement sans prise de risque excessive, du moins lorsque l'horizon de placement est suffisamment long. Les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension et les compagnies d'assurance se caractérisent d'ailleurs pour la plupart par une proportion importante d'actifs à revenu variable. Ainsi, selon OCDE (2007), les fonds de pension néerlandais et américains investissaient respectivement 55 et 50% de leurs actifs sous la forme d'actions en 2006.

La loi du 6 mai 2004 sur l'administration du patrimoine du régime général de pension devrait se traduire par un rendement des réserves plus élevé au Luxembourg, par le biais notamment de la mise en place du Fonds de compensation. Cependant, la politique de placement de ce fonds est toujours assez conservatoire à l'heure actuelle, en phase de démarrage il est vrai.

La gestion dynamique de vastes réserves au Luxembourg, par des fonds qui s'appuieraient pour ce faire sur les compétences du secteur financier, constituerait une expérience particulièrement utile à la place financière. Le Luxembourg serait alors à même de maîtriser de manière pleinement opérationnelle les besoins propres à un fonds souverain et de proposer des solutions sur mesure aux fonds souverains étrangers, avec à la clef un créneau porteur supplémentaire pour la place financière. Ce créneau n'est certainement pas à négliger dans un contexte caractérisé par la montée en puissance des fonds souverains à travers le monde. Augsburg (2007) ne s'exprime pas autrement lorsqu'il affirme « ... en gérant notre propre FS, nous serions plus crédibles en *asset management* et pourrions, qui sait ?, devenir prestataires de services pour d'autres FS ».

4. Les fonds souverains au Luxembourg – éléments d'une « solution »

La précédente partie a permis d'établir la pertinence de l'établissement d'un nouveau fonds souverain dans le cas spécifique du Luxembourg. La présente partie esquisse les modalités de mise en œuvre d'un cadre institutionnel et budgétaire propice à un tel fonds.

4.1. Les missions et l'organisation du fonds

Les deux parties précédentes ont mis en évidence la multiplicité des objectifs possibles des fonds, qui vont bien au-delà du seul financement des pensions. Par exemple l'objectif de stabilisation active pourrait justifier la mise en place d'une composante « *rainy day fund* ». En clair, les autorités pourraient puiser dans un fonds selon des modalités bien précises et prédéterminées dans un contexte macro-économique difficile (« *rainy days* »). Elles seraient alors à même de mettre en œuvre une politique d'offre appropriée, notamment par le biais d'une politique fiscale plus orientée vers le maintien de la compétitivité des entreprises. Le fonds serait en quelque sorte le garant de la compétitivité du Luxembourg et disposerait à cet effet de moyens suffisants. Une telle stratégie proactive de maintien de la compétitivité de l'économie et de renforcement de la résilience aux chocs serait d'ailleurs « *self-fulfilling* », car cette stratégie constituerait en elle-

même un puissant argument en faveur de l'implantation au Luxembourg d'activités en provenance de l'étranger. Le risque de déperdition à terme de ressources abondantes, la nécessité de contrer ou d'atténuer un effet « Dutch disease » éventuel de même que le soutien à l'innovation et à la diversification de l'économie constitueraient des fonctions plus structurelles d'un éventuel fonds.

Une question ouverte serait cependant l'organisation institutionnelle du ou des fonds. Une des configurations institutionnelles possibles consisterait à instaurer deux fonds, à savoir un fonds de stabilisation/neutralisation/déperdition des ressources d'une part et un fonds plus orienté vers les problèmes de soutenabilité de la sécurité sociale d'autre part. Le premier pourrait dépendre de l'Etat central, le second de la sécurité sociale – ce second fonds existe bien évidemment déjà : il s'agit du Fonds de compensation. Une seconde configuration institutionnelle envisageable reviendrait à instaurer un fonds unique chargé de l'ensemble de ces missions, ce fonds s'articulant le cas échéant en plusieurs compartiments spécifiques. A noter qu'en dépit de son nom, le Government Pension Fund norvégien correspond peu ou prou à ce modèle institutionnel, car il poursuit d'autres objectifs que le seul financement des pensions futures, par exemple la compensation de la déperdition des ressources.¹³

Le premier modèle, qui consisterait à instaurer deux fonds distincts, semble plus rationnel sur le plan économique, car il permettrait de ne pas imbriquer de façon inextricable des fonctions qui répondent à une logique économique profondément différente. Dans le cadre luxembourgeois, cette proposition reviendrait à poursuivre l'expérience prometteuse du Fonds de compensation institué par la loi du 6 mai 2004, en veillant cependant à pourvoir ce dernier d'actifs suffisants par le biais d'une meilleure maîtrise des prestations et d'une stratégie de placement dynamique. Un nouveau fonds en charge des autres fonctions détaillées ci-dessus serait par ailleurs mis en place, à la faveur des mécanismes d'alimentation ébauchés ci-dessus. Ce fonds relèverait de l'Etat central mais jouirait toutefois d'une grande indépendance de gestion, ce qui nécessiterait la mise en place d'une structure faïtière telle qu'un « Comité des sages ». Ce comité pourrait s'inspirer de l'expérience de la Nouvelle-Zélande, où la direction du Superannuation Fund est assurée par une entité spécifique, composée de « Guardians of the New Zealand Superannuation ». Il s'agit en clair de personnes reconnues pour leur expérience et sélectionnées par le Ministère des Finances. En Alaska, le Permanent Fund est organisé comme une entreprise privée et est de ce fait assez indépendant du gouvernement. En Norvège, l'indépendance est assurée par le rôle important attribué à la banque centrale en matière de gestion opérationnelle des réserves. Le Ministère des Finances est formellement en charge de la définition de la stratégie de placement, mais il est assisté pour ce faire par un conseil consultatif composé d'experts et de responsables économiques.

Une ligne de démarcation claire entre les différentes fonctions des fonds (pensions d'une part et autres fonctions d'autre part) viserait à dégager l'axe stabilisation-neutralisation-déperdition, qui est essentiel pour consolider le potentiel productif de l'économie, de la seule contrainte du financement à long terme des pensions. Le renforcement de l'assise financière du régime de pension devrait être appréhendé de manière distincte, en raison de la singularité du problème des pensions. Il conviendrait de régler ce problème sur le seul plan des prestations afférentes, en évitant tout effet de débordement de cette problématique. A cet effet, il importe de contrebalancer les engagements de pension futurs par des actifs suffisants – la couverture intégrale ou « funding » constituant un idéal – et de mieux maîtriser les prestations. Le contrôle des prestations permettrait d'ailleurs d'assurer le « funding » des pensions sans pour autant immobiliser en faveur de ces dernières des capitaux par trop abondants, qui viendraient plus utilement renforcer le potentiel productif de l'économie.

¹³ Comme le note le Ministère des Finances norvégien sur son site Internet, « Norway's Government Pension Fund – Global is a tool to manage our petroleum wealth wisely and avoid the "resource curse" »

Les actuels fonds spéciaux d'investissement pourraient être maintenus. En raison de leur nature propre, ces fonds ne constituent pas des fonds souverains au sens de la section 1 du présent article. Les fonds d'investissement de l'Etat n'ont pas pour vocation la constitution d'actifs importants sur le moyen ou le long terme. Ils visent en effet simplement à faciliter le financement de projets d'investissement, sur un plan pluriannuel et en se dégageant de la contrainte que constitue l'annualité budgétaire. Pour rappel, les actifs des fonds se sont montés à 5% du PIB seulement en 2006, soit un montant très réduit à l'aune des fonds souverains existants. Divers fonds souverains étrangers assument certes certaines responsabilités en matière d'investissements publics, mais il ne s'agit là que d'une fonction parmi bien d'autres. En outre, un fonds souverain qui consacrerait une partie significative de ses avoirs au financement de projets d'investissement verrait son épargne financière se réduire, alors que l'accroissement de l'épargne nationale constitue l'une des justifications ultimes de la mise en place d'un fonds souverain.

Enfin, il serait préférable pour des raisons de transparence et de contrôle parlementaire que les transferts de l'Etat central au fonds souverain soient identifiés dans les budgets successifs de l'Etat central. C'est d'ailleurs actuellement la pratique en cours pour les dotations aux fonds spéciaux.

4.2. L'alimentation du fonds

La question essentielle de l'alimentation du fonds est traitée en deux étapes, en se focalisant tout d'abord sur le versant des recettes, puis sur celui des dépenses. Les normes de soldes budgétaires ne sont abordées que dans la section suivante.

La première question cruciale se rapporte au **versant des recettes** : parmi les recettes existantes de l'Etat central, certaines doivent-elles être spécifiquement affectées au fonds ? Dans l'affirmative, quelles seraient ces recettes ?

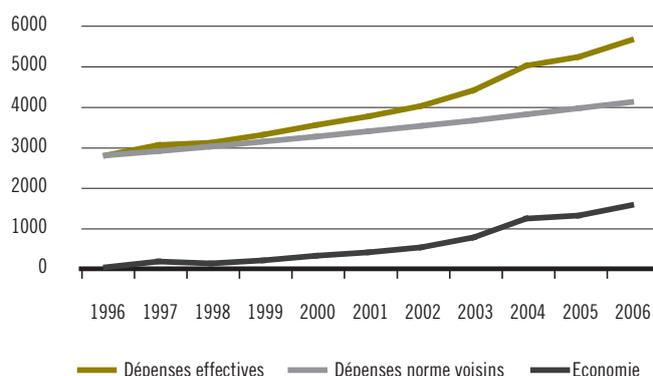
L'affectation de recettes ne paraît en elle-même guère problématique. En vertu du principe budgétaire de non affectation, les recettes ne sont généralement pas assignées à des dépenses précises. Elles constituent en quelque sorte un pot commun, qui est affecté dans son ensemble au financement des diverses dépenses. Le principe de non affectation des recettes souffre cependant nombre d'exceptions à l'heure actuelle et ne constitue de ce fait pas un véritable obstacle à l'encontre du financement d'un fonds souverain. Ces exceptions se rapportent pour l'essentiel au financement des fonds spéciaux. Les exceptions les plus notables sont le Fonds pour l'emploi, le Fonds des pensions (régimes spéciaux), le Fonds communal de dotation financière et le Fonds de financement des mécanismes de Kyoto. A titre d'exemple, le Fonds pour l'emploi est notamment alimenté par le produit de l'impôt de solidarité sur les personnes physiques et sur les collectivités (120 millions d'euros prévus en 2008) et par le produit de la cotisation sociale sur les carburants (droits d'accise autonomes additionnels : 147 millions prévus en 2008). En marge des fonds spéciaux, une partie des recettes de TVA est affectée au budget de l'Union européenne. Par ailleurs, un impôt applicable aux primes d'assurance contre l'incendie est affecté à l'Administration des services de secours.

Si le principe d'affectation des recettes est admis, il reste à mettre en évidence les recettes susceptibles de faire l'objet d'un transfert au fonds souverain. Le principe devant présider à l'affectation découle tout naturellement de la fonction dite de « stabilisation passive » des fonds. Afin d'éviter une trop grande variabilité des dépenses de l'Etat central et de fournir un point d'ancrage plus stable à ces dépenses, il convient dans la mesure du possible de les préserver des sources de revenu les plus fluctuantes, ce qui commande un transfert à un éventuel fonds souverain des ressources les plus volatiles. Il en est d'ailleurs ainsi dans les pays étrangers ayant institué des fonds souverains, ces derniers étant le plus souvent alimentés par des revenus fluctuants comme les revenus pétroliers ou gaziers.

Les recettes les plus volatiles de l'Etat luxembourgeois sont isolées au tableau 2 ci-dessus. Il s'agit notamment de la taxe d'abonnement et de l'impôt retenu sur les revenus de capitaux (IRRC). Les recettes issues du « Tanktourismus » (prélèvements sur les carburants vendus aux non-résidents), qui ne sont pas isolées au tableau, constituent également un « candidat » possible au transfert à un éventuel fonds souverain en raison d'un risque d'étiollement graduel élevé. Selon des calculs propres, la TVA et les accises prélevées sur les ventes de diesel et d'essence aux non-résidents atteindraient de l'ordre de 2% du PIB,¹⁴ compte non tenu de l'effet indirect additionnel des ventes de tabac et d'alcools dans les stations services. Considérées conjointement, la taxe d'abonnement, l'IRRC et les recettes directes du « Tanktourismus » se monteraient par conséquent à près de 5% du PIB.

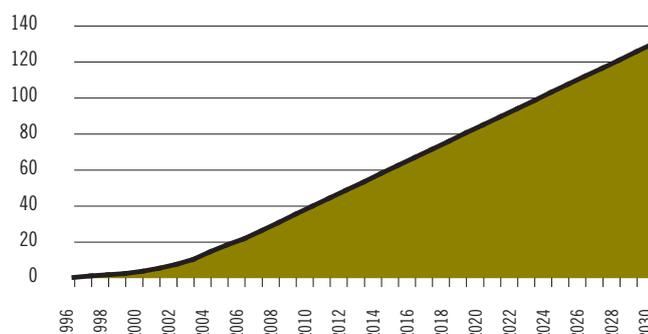
Le transfert par l'Etat central de recettes volatiles à un fonds souverain présuppose bien entendu une **meilleure maîtrise des dépenses** de ce dernier, faute de quoi la montée en puissance des avoirs du fonds s'accompagnerait d'un accroissement correspondant de la dette de l'Etat. Il en résulterait une stagnation des actifs nets de l'Etat (Etat central plus fonds souverain) considérés dans leur globalité et le fonds serait de ce fait privé de sa substance sur le plan budgétaire. Comme l'indique le graphique suivant, il est possible de mettre sur orbite un fonds bénéficiant à terme d'actifs importants, sans pour autant appliquer une politique excessivement restrictive sur le versant des dépenses.

Graphique 16 : Simulation illustrative : croissance des dépenses de l'Etat (hors transferts sociaux et investissements) ramenée à la moyenne des trois pays voisins de 1996 à 2006
Dépenses et économies correspondantes, en millions d'euros



¹⁴ Calculé sur la base du volume d'essence et de diesel vendus aux non-résidents en 2005 (Groupe Pétrolier Luxembourgeois), de la TVA de 15%, des taux d'accise et des prix pétroliers prévalant au 3 janvier 2008. La part consommée par les non-résidents a été évaluée en comparant les pondérations respectives de ces produits pétroliers dans l'IPCH et l'IPCN.

Processus d'accumulation des économies de 1996 à 2030: avoirs d'un fonds souverain institué en 1996, en pourcentages du PIB



Sources : Eurostat, Statec, calculs Chambre de Commerce.

Notes : Le graphique est établi sans prendre en compte les éventuels effets sur le PIB d'un ralentissement de la progression des dépenses. Cependant, ces retombées négatives sont potentiellement assez circonscrites dans un contexte luxembourgeois du fait de l'importance des fuites à l'importation inhérentes à une petite économie ouverte et en raison des dépenses effectuées par les frontaliers dans leurs pays d'origine respectifs. En témoigne par exemple une simulation, effectuée dans Statec (2007), de l'impact macro-économique du bonus pour enfants, de l'ajustement de 6% des barèmes fiscaux et de l'accord salarial dans la fonction publique. Alors que ces trois mesures coûteraient conjointement 0,8% du PIB de 2008, leur impact sur le PIB en volume (écarts par rapport au scénario sans mesures) se limiterait à 0,2% l'année courante et à 0,3% l'année suivante. Appliqués mécaniquement au scénario ci-dessus, ces résultats impliqueraient une déperdition fiscale de l'ordre de 0,7% du PIB (compte tenu d'un taux de taxation implicite de 40%), à comparer avec un effort de consolidation cumulé de 4,5% du PIB dans le graphique ci-dessus. En outre, une consolidation durable des finances publiques est de nature à favoriser la consommation des particuliers par le biais des effets dits « non-keynésiens » (la consolidation va inciter les particuliers à anticiper une réduction de la dette publique et des impôts futurs, avec à la clef un impact favorable sur la consommation présente).

Les principales hypothèses sur lesquelles repose le graphique sont les suivantes : croissance économique de 6% l'an en termes nominaux à partir de 2007, taux de rendement des réserves de 6%, croissance nominale des dépenses primaires hors investissements et transferts sociaux égale à 4% l'an de 1996 à 2006 dans le scénario « norme voisins » et de 6%, soit l'équivalent de la croissance du PIB, de 2007 à 2030. Les dépenses considérées sont les dépenses primaires des administrations publiques hors transferts sociaux et investissements.

Le graphique est rétroactivement appliqué à la période 1996-2006. Au cours de cette période, les dépenses publiques primaires hors transferts sociaux et investissements ont connu un rythme moyen d'augmentation de quelque 7,3% par an au Luxembourg. La croissance correspondante s'est établie à 3,0% seulement dans nos trois pays voisins. Comme la population s'est accrue à raison de 0,3% dans ces trois pays, les dépenses par tête y ont en moyenne augmenté de 2,7%. Pour enregistrer une augmentation par tête identique compte tenu d'une progression de la population de 1,3% par an, le Luxembourg aurait dû limiter la croissance nominale de ses dépenses primaires hors transferts sociaux et investissements à 4% par an au cours de la période 1996-2006.

Le graphique compare l'évolution effective des dépenses sur cette dernière période à une évolution hypothétique, qui aurait résulté d'un accroissement de ces dépenses limité à 4% par an. Une telle trajectoire d'évolution paraît certes assez conservatoire par rapport à l'évolution effective. Dans l'absolu, les dépenses auraient tout de même évolué à un rythme identique à celui des pays voisins, avec au surplus un ajustement à la hausse afin de tenir compte du rythme différencié d'accroissement de la population. A l'issue de cette stratégie de consolidation graduelle, soit en 2006, le niveau absolu des dépenses primaires par tête hors transferts sociaux et investissements serait d'ailleurs demeuré bien plus élevé au Luxembourg que dans la moyenne des trois autres pays, à raison de quelque 49%.

Cette décélération de la progression des dépenses n'aurait par conséquent nullement remis en question le modèle social luxembourgeois. Elle aurait même contribué à asseoir ce dernier sur des bases financières et macro-économiques bien plus solides. En dépit de son caractère graduel, cet effort de consolidation aurait en effet donné lieu à de substantielles économies, qui se seraient montées à quelque 4,5% du PIB en 2006. Pour rappel, ce montant correspond peu ou prou au produit conjoint de la taxe d'abonnement, de l'IRRC et du « Tanktourismus ».

Comme l'indique la seconde partie du graphique, ce montant aurait permis d'amorcer un cercle vertueux, à la faveur de l'accumulation dans un fonds souverain des économies réalisées et des revenus du patrimoine corrélatifs. A partir de 2007, le graphique repose pourtant sur l'hypothèse d'un retour à une progression des dépenses en ligne avec la croissance nominale du PIB, soit 6% par an par hypothèse. Les capitaux accumulés durant la période 1996-2006 auraient assuré la montée en puissance du fonds souverain. Les actifs de ce fonds auraient en effet dépassé 100% du PIB à partir de 2024 tout en continuant à progresser par la suite, et ce en dépit d'une croissance des dépenses à nouveau plus généreuse qu'à l'étranger à partir de 2007. Les pouvoirs publics pourraient par ailleurs opter pour une stabilisation des avoirs du fonds à partir d'un seuil d'actifs prédéterminé, par exemple 100 ou 150% du PIB, en affectant à de nouveaux projets structurels ou à une diminution de la pression fiscale un dividende versé par le fonds. Ce bonus serait transféré par le fonds dès le franchissement d'un ratio cible d'actifs, idéalement déterminé de façon transparente par un comité d'experts indépendants.

Il convient cependant de souligner que le graphique surestime quelque peu l'évolution des actifs du fonds en vitesse de croisière. Il ne prend en effet pas en compte diverses frictions potentielles – celles-là mêmes qui justifient la mise en place d'un fonds – telles que des chocs d'offre ou l'obsolescence des ressources abondantes. Le scénario du graphique repose en effet sur une croissance continue du PIB de 6% l'an en termes nominaux, ce qui correspond à 4% en termes réels si la hausse du déflateur du PIB se limite à 2% par an.

L'exemple présenté ci-dessus illustre pleinement la pertinence des propos suivants d'Augsburger (2007) : « Pendant ces 20 glorieuses années, un matelas important aurait pu être constitué en allouant, par exemple, un pourcentage annuel de la croissance excédant celle de l'UE15 à un vrai fonds souverain du Grand-Duché ». Une telle démarche, conceptuellement très proche de celle du graphique 16, pourrait servir d'inspiration à un effort similaire dans les années qui viennent. Si la création d'un fonds exige un plus grand effort de maîtrise des dépenses, son financement n'est nullement hors de portée des pouvoirs publics. Il paraît même en définitive assez limité à l'aune des multiples avantages associés.

Les taxes volatiles précitées pourraient être affectées graduellement au fonds selon une séquence préétablie. Par exemple, les recettes du « Tanktourismus » seraient transférées après un certain nombre d'années, suivies de l'IRRC et éventuellement de la taxe d'abonnement. Le financement de ces transferts serait assuré par les économies précitées de dépenses courantes. Pour rappel, les mesures d'économie proposées par la Chambre de Commerce dans son avis sur le projet de budget 2008 auraient permis de financer d'emblée un transfert de recettes de l'ordre de 200 millions d'euros.

4.3. Articulation avec les normes de soldes budgétaires

L'introduction d'un fonds souverain constituerait une mutation d'envergure, qui devrait nécessairement s'accompagner d'une révision des normes budgétaires. Deux impératifs devraient guider le choix de nouvelles normes. En premier lieu, il importe de les définir de façon cohérente et transparente. Un cadre opaque et trop compliqué induirait un risque de fractionnement de la politique budgétaire et entraverait l'appropriation de cette dernière par l'opinion publique.

En second lieu, l'objectif budgétaire de l'Administration centrale devrait être défini en termes de ressources stables et en assimilant le fonds souverain à une entité distincte.¹⁵ Ce faisant, les dépenses de l'Etat seraient abritées des variations temporaires de recettes volatiles ou précaires, conformément au principe de stabilisation passive. La « neutralisation » dans un fonds de ces recettes volatiles faciliterait l'établissement des budgets de dépenses successifs. En l'absence d'un fonds, une brusque progression des recettes volatiles induit une amélioration artificielle du solde budgétaire, qui incite les pouvoirs publics à concéder des hausses de dépenses. Il est difficile de revenir sur ces concessions lors du reflux de ces recettes, avec à la clef une détérioration structurelle des finances publiques. Afin de prévenir ce problème en amont, il s'imposerait d'assigner à l'Administration centrale un objectif budgétaire défini en termes structurels et basé sur les seules ressources stables :

**Objectif de solde de l'Administration centrale hors fonds souverain = solde
« hyperstructurel » = recettes structurelles stables – dépenses.**

Les recettes structurelles stables sont les recettes totales apurées de l'impact de la conjoncture et d'éventuelles mesures temporaires. Ces recettes apurées seraient ensuite diminuées des recettes volatiles précitées. L'objectif de solde hyperstructurel devrait être suffisamment exigeant, un solde en équilibre constituant un idéal.¹⁶ A défaut, l'instauration du fonds serait vidée de sa substance. La rigueur d'une telle norme d'équilibre pourrait éventuellement être tempérée par le versement à l'Etat central d'un « dividende » issu du fonds. Ce dividende ne pourrait cependant excéder le bonus permanent mentionné dans la deuxième partie du présent *Actualité & tendances*. Pour rappel, ce bonus est le « dividende » maximal pouvant être concédé par le fonds tout en garantissant la stabilité des actifs du fonds en pourcentages du PIB.

Un éventuel déficit structurel ne pourrait en tout état de cause jamais excéder le revenu permanent du patrimoine.

La norme budgétaire proposée reposerait pour l'essentiel sur les concepts statistiques relevant de la comptabilité budgétaire SEC 95 (normes comptables harmonisées à l'échelle européenne). Elle serait cependant distincte de cette dernière comptabilité harmonisée à un égard. En l'absence d'adaptation des normes comptables SEC 95, les fonds souverains seraient en toutes circonstances assimilés à l'Administration centrale dans le cadre de cette comptabilité harmonisée. En conséquence, toute transaction entre l'Etat central et le fonds serait neutralisée et n'exercerait par conséquent aucun impact sur le solde public reconnu par Eurostat. Plus précisément, un versement de l'Etat central luxembourgeois à ces fonds en période de haute conjoncture ne sera pas assimilé à une dépense publique, ce qui exacerbera l'impact favorable de la conjoncture sur les soldes budgétaires « officiels ». De manière symétrique, un prélèvement sur le fonds en phase de décélération conjoncturelle ne serait pas enregistré en tant que recette, ce qui à l'aune des indicateurs SEC 95 accentuerait la détérioration de la situation budgétaire en période de basse conjoncture. Les mesures de redressement économique adoptées en cas de ralentissement conjoncturel se traduiraient donc bel et bien par une détérioration du solde « officiel » des administrations publiques, ce qui pourrait s'avérer contraignant en cas de déficit trop proche de la valeur de référence du Traité de Maastricht, à savoir un déficit de 3%

¹⁵ Comme indiqué ci-dessous, il en est tout autrement dans le cadre de la comptabilité européenne harmonisée SEC 95, qui imposerait dans l'état actuel des choses une assimilation du fonds à l'Administration centrale sur le plan statistique. Les transferts budgétaires entre le fonds et l'Etat n'exerceraient de ce fait aucun impact sur les soldes budgétaires de l'Administration centrale, puisque ces transferts s'opéreraient au sein d'une même entité.

¹⁶ Un tel objectif reviendrait à neutraliser virtuellement, du point de vue de l'Etat central hors fonds, les recettes transférées au fonds. Le solde « hyperstructurel » de l'Etat devrait en effet être maintenu en équilibre compte non tenu de ces recettes, qui ne seraient plus à la disposition de ce dernier.

du PIB. Dans un tel cas de figure, le fonds verrait sa capacité d'action se restreindre au moment précis où son intervention serait particulièrement appropriée. Par ailleurs, toujours en vertu du principe de neutralisation des flux entre sous-entités des administrations publiques, les ressources budgétaires transférées au fonds ne seraient pas retranchées des recettes SEC 95 publiques « officielles », ce qui dérogerait au principe du solde « hyperstructurel » présenté ci-dessus.

La coexistence de ces deux normes, à savoir la valeur de référence de 3% d'une part et les normes budgétaires proposées ci-dessus d'autre part, ne poserait cependant aucun problème pratique si la mise en place du fonds souverain s'accompagne d'une redéfinition des normes budgétaires en direction d'une politique plus stricte, ce que recommande précisément le présent *Actualité & tendances*. Une norme budgétaire plus rigoureuse, postulant par exemple un solde « hyperstructurel » fondamentalement équilibré, donnerait lieu à un solde des administrations publiques nettement plus favorable que la valeur de référence de 3%, même en période de détérioration conjoncturelle. Par voie de conséquence, les fonds disposeraient en permanence d'une marge de manœuvre adéquate et le solde « hyperstructurel » serait en toutes circonstances compatible avec la valeur de référence de 3%.

Par ailleurs, les deux normes tendraient de facto à coïncider en cas d'aménagement d'une exception « rainy day fund » au sein des normes SEC 95, qui pourrait faire l'objet d'un accord entre Etats membres. Un tel amendement aux normes devrait bien évidemment être rigoureusement circonscrit, sans quoi les normes comptables seraient vidées de leur substance. Il ne pourrait s'appliquer qu'aux fonds présentant des caractéristiques bien précises et à condition que les règles présidant aux prélèvements sur les fonds soient clairement définies, voire même approuvées par les instances européennes, comme le font remarquer Ballassone et al. (2007).

4.4. La politique de placement

La diversification des investissements est essentielle au Luxembourg, comme l'atteste le tableau 3. Ce tableau est directement dérivé de l'exercice de simulation illustré au graphique 16, qui permettait d'établir la possibilité pour un fonds d'accumuler des réserves supérieures à 100% du PIB à partir de 2024, pourvu que le taux de rendement nominal des actifs atteigne 6% l'an. Comme l'indique le tableau 3, un même ratio de 100% serait atteint 4 ans plus tôt que dans la simulation du graphique avec un rendement nominal des réserves porté à 8% par an, soit la performance moyenne du fonds singapourien Temasek de 1996 à 2006. A l'inverse, le même seuil de 100% ne serait franchi qu'en 2030 sous l'hypothèse d'un rendement annuel moyen ramené à 4%, à savoir approximativement le rendement de la réserve de compensation du régime général de pension enregistré au cours de la dernière décennie. Ce dernier rendement induirait dès lors un retard de 10 ans par rapport à un « scénario Temasek ».

Tableau 3 : Simulations illustratives : années à partir desquelles les actifs du fonds souverain excéderont 100% du PIB si consolidation dès 1996, en fonction du rendement nominal moyen des réserves

Taux de rendement moyen en %	Année
4	2030
5	2027
6	2024
7	2022
8	2020
9	2019

La diversification des réserves devrait être assez poussée – par exemple sur la base du poids des différents pays dans le PIB mondial – afin d’optimiser la combinaison rendement-risque. Cette politique de diversification devrait notamment comporter une proportion significative d’actifs à revenu variable. Si ces actifs peuvent présenter un certain risque lorsqu’ils sont acquis pour une durée limitée, il en est tout autrement dans une perspective de long terme. Or une telle perspective serait précisément la plus adéquate pour un fonds souverain. La fonction de stabilisation dite active exigerait sans doute une certaine mobilisation de fonds à court terme, mais il importerait de bien circonscrire ces avoirs afin d’optimiser le rendement.

Dans une optique de transparence, il s’imposerait de publier régulièrement les rendements de même que la liste des placements. Les autorités – voire même un comité indépendant – fixeraient de façon transparente les « benchmarks », qui résumeraient la stratégie de placement. Une telle stratégie se rapporterait notamment à la proportion d’actions et d’obligations, à la « duration » moyenne du portefeuille obligataire et à la ventilation par devises. Il convient également de souligner l’importance d’une « appropriation » suffisante par l’opinion publique, ce qui suppose notamment une importante implication du Parlement. L’appropriation des « benchmarks » s’imposerait surtout pour la proportion d’actifs à revenu variable, qui devrait faire l’objet d’un consensus minimal afin d’éviter les malentendus pouvant surgir à l’occasion d’épisodes de fléchissement des cours de bourse, qui sont inévitables à court terme.

5. Conclusion

Une politique bien plus prévoyante qu'actuellement s'impose au Luxembourg. A défaut, l'économie luxembourgeoise demeurera très vulnérable à tout choc macro-économique potentiel. L'instauration d'un fonds souverain doté d'actifs financiers importants permettrait d'amortir d'éventuels chocs et de se prémunir contre une moindre vitalité de certains secteurs clef, par exemple le secteur financier. Ce faisant, le Luxembourg opterait pour une plus grande stabilité macro-économique et serait en mesure de « sécuriser » les dépenses sociales, qui paraissent très vulnérables à tout retournement de la situation économique dans le présent contexte. En agissant de la sorte, le Luxembourg ne ferait que s'inspirer de « best practices » privilégiées par nombre de petites économies ouvertes à travers le monde. Comme l'illustre le présent *Actualité & tendances*, les caractéristiques de l'économie luxembourgeoise justifient amplement la transplantation au Luxembourg de ces modèles étrangers, bien évidemment en prenant en compte les spécificités du Luxembourg. Ces caractéristiques distinguent fondamentalement le Luxembourg de ses voisins, d'où la nécessaire mise en œuvre de mesures originales telles que l'instauration d'un fonds souverain.

Ce fonds se focaliserait idéalement sur un nombre réduit de fonctions. Il s'agirait en premier lieu d'atténuer au moyen de politiques d'offre appropriées l'incidence sur l'économie luxembourgeoise de chocs macro-économiques de court terme et de préserver les dépenses publiques, notamment les dépenses sociales, des amplitudes et imprévisibles fluctuations de certaines recettes. En second lieu, le nouveau fonds souverain permettrait de neutraliser les conséquences économiques négatives de l'afflux de ressources abondantes, cet afflux tendant à exercer une pression à la hausse sur les coûts de production des segments exposés de l'économie. En troisième lieu, le fonds garantirait une distribution intergénérationnelle équitable des ressources abondantes et permettrait de couvrir le risque d'obsolescence des secteurs dominants de l'économie de même que le risque d'étiollement des recettes induites par le « Tanktourismus ». Un tel fonds générerait enfin des revenus du patrimoine élevés, avec à la clef un « bonus » permanent pour l'ensemble de l'économie luxembourgeoise.

Les fonctions plus spécifiquement liées aux pensions du régime général continueraient à être prises en charge par le Fonds de compensation. Ce dernier devrait cependant veiller à maintenir à tout moment des actifs suffisants, permettant de couvrir les prestations futures. Cette condition n'est assurément pas respectée actuellement. La réserve de compensation de 21% du PIB est en effet bien inférieure tant aux engagements futurs de pension qu'aux actifs de nombre de fonds souverains étrangers. De même, cette réserve paraît extrêmement réduite par rapport aux avoirs des fonds de pension privés dans de nombreux pays de l'OCDE.

Les prestations de pension, qui sont extrêmement généreuses au Luxembourg, doivent impérativement être contenues afin de renforcer structurellement la réserve de compensation. En outre, il convient d'accroître le rendement de la réserve par le biais d'une politique d'investissement plus active. De nombreux fonds souverains étrangers, notamment le Government Pension Fund norvégien, constituent de très utiles références à cet égard. Enfin, la couverture des engagements de pension futurs pourrait être renforcée par de nouvelles mesures visant à hisser les actifs des fonds de pension privés au niveau observé dans de nombreuses petites économies ouvertes. L'expérience accumulée par le secteur financier luxembourgeois faciliterait d'ailleurs grandement une montée en puissance des fonds de pension privés au Grand-Duché.

L'introduction d'un nouveau fonds souverain au Luxembourg et le renforcement du Fonds de compensation favoriseraient l'apparition d'un créneau extrêmement porteur pour la place financière. En acquérant une plus grande expérience en matière de gestion de ce type particulier de fonds, la

place de Luxembourg pourrait devenir un partenaire privilégié des fonds souverains étrangers. Pour rappel, nombre d'intervenants prévoient que les actifs totaux des fonds souverains à travers le monde se monteront à plus de 30 billions de dollars U.S. en 2025, contre environ 2,5 billions actuellement.

Ces nombreux avantages supposent bien évidemment que des ressources financières soient canalisées vers le nouveau fonds. Ces ressources se composeraient idéalement des recettes les plus fluctuantes, afin de préserver les dépenses de l'Etat de leur volatilité excessive. Le financement de ces transferts serait assuré par l'instauration au cours d'une période suffisamment longue d'une nouvelle norme budgétaire, en vertu de laquelle les dépenses publiques primaires hors transferts sociaux et investissements s'accroîtraient au même rythme que dans les trois pays voisins du Luxembourg. En dépit de cette norme, les dépenses demeureraient nettement supérieures en niveau absolu aux dépenses correspondantes dans les Etats voisins. Une seconde norme imposerait l'équilibre du solde structurel de l'Administration centrale hors fonds souverain. Comme le fonds serait exclu du périmètre d'application de cette norme, le solde structurel serait d'office expurgé des recettes les plus fluctuantes. Cette seconde norme postulant l'équilibre du solde « hyperstructurel » serait d'une importance cruciale. En son absence, la progression des actifs du fonds souverain s'accompagnerait d'une augmentation concomitante de la dette de l'Etat central, ce qui viderait bien évidemment la réforme de sa substance.

En échange d'efforts budgétaires en définitive assez graduels et qui ne porteraient nullement préjudice au modèle social luxembourgeois, le Luxembourg se prémunirait de divers risques structurels ou conjoncturels, tout en rétablissant l'équité intergénérationnelle. Ce faisant, le Luxembourg ne ferait d'ailleurs que se remettre à niveau par rapport à bien d'autres petites économies ouvertes, qui se dotent fréquemment de plantureux fonds souverains ou de fonds de pension privés. Certains pays comme Singapour misent d'ailleurs conjointement sur ces deux types de véhicules.

Le Luxembourg pourrait utilement s'inspirer des pratiques adoptées dans ces pays, lesquelles postulent notamment des règles de gouvernance des fonds souverains transparentes, basées sur le principe des « checks and balances » et de la division des responsabilités. L'indépendance opérationnelle des fonds et les règles présidant aux transferts entre ces fonds et l'Etat sont également de la première importance.

BIBLIOGRAPHIE

- Augsburger Pierre-Yves (2007), *Les pays riches disposent de fonds souverains. Quid au Luxembourg ?*, billet de l'Economist Club Luxembourg, Paperjam, décembre 2007.
- Balassone, Fabrizio, Franco Daniele et Zotteri Stefania (2007), *Rainy day funds: Can they make a difference in Europe?*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia.
- Barnett, Steven et Ossowski, Rolando (2002), *Operational Aspects of Fiscal Policy in Oil-Producing Countries*, IMF Working Paper WP/02/177.
- Bouchet, Muriel (2006), *The transition from payg to funding: Application to the Luxembourg private sector pension system*, Cahier d'Etudes BCL n°23, juillet 2006.
- Chambre de Commerce (2007), *Un rééquilibrage durable des finances publiques?* Avis de la Chambre de Commerce sur le projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2008 (3278TCA)
- CODEPLAFI (2007), *Etude d'impact de l'industrie financière sur l'économie luxembourgeoise*, octobre 2007.
- Corden, W. Max et J. Peter Neary (1982), *Booming sector and de-industrialization in a small open economy*, The Economic Journal 92, pp. 825-848.
- CPE et Commission européenne (2006), *The impact of ageing on public expenditure for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)*, European Economy, Special report n°1/2006.
- Davis, Jeffrey, Ossowski, Rolando, Daniel et Barnett, Steven (2001), *Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources – Experience and Fiscal Policy Implications*, International Monetary Fund, Occasional Paper n°205, 13 avril 2001.
- IGSS (2007), *Rapport général sur la sécurité sociale au Grand-Duché de Luxembourg 2006*, décembre 2007.
- IMF (2003), Dutch Disease : *Too much wealth managed unwisely*, Finance & Development, March 2003, Volume 40, Number 1.
- Lyons, Gerard (2007), *State Capitalism: The rise of sovereign wealth funds*, Standard Chartered Bank, 13 novembre 2007.
- Modigliani, Franco et Muralidhar, Arun (2004), *Rethinking Pension Reform*, Cambridge University Press.
- Morgan Stanley (2007), *How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?*, Rapport de Morgan Stanley Research Global, 3 mai 2007.
- OCDE (2006), *Etude économique 2006*, Luxembourg.
- OCDE (2007), *Pension Markets in Focus*, November 2007, Issue 4.
- Statec (2006), *Volatilité et croissance: une approche comparative par pays*, dans Note de Conjoncture n°3-2006, pages 69-76.
- Statec (2007), Note de conjoncture n°2-2007 – *La situation économique au Luxembourg – Evolutions récentes et perspectives*.
- Truman, Edwin M. (2007), « *Sovereign Wealth Funds : The Need for Greater Transparency and Accountability* », Peterson Institute for International Economics, Policy Brief n° PB07-6, août 2007.
- UBS (2006), *Prix et salaires*, édition 2006.
- Wagner, G.A. et Elder, E.M. (2005), *The Role of Budget Stabilization Funds in Smoothing Government Expenditures over the Business Cycle*, Public Finance Review, July, vol. 33, pp. 439-465.
- Williams, Ewart S. (2007), *Understanding the Heritage and Stabilization Fund*, discours prononcé par le Gouverneur de la Banque Centrale de Trinité et Tobago à l'occasion de l'Assemblée annuelle de la « South Trinidad Chamber of Commerce », Port-of-Spain, 20 septembre 2007.

