

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

En raison de diverses spécificités, le Luxembourg semble prédisposé à accueillir un fonds souverain. Ce constat repose notamment sur un examen systématique des objectifs et fonctions des principaux fonds souverains à travers le monde. Dans son quatrième bulletin économique «Actualité & Tendances», la Chambre de Commerce s'intéresse de plus près à ces fonds qui ont récemment défrayé la chronique. Dans son nouveau bulletin «Actualité & Tendances», le Département Economique de la Chambre de Commerce s'intéresse aux fonds souverains. Ces fonds ont défrayé la chronique ces derniers temps, en raison notamment de leur entrée dans le capital de diverses institutions financières. Les fonds souverains devraient encore monter en puissance au cours des prochaines années. Selon une étude récemment publiée par Morgan Stanley, leurs actifs totaux pourraient en effet passer de près de 3 000 milliards de dollars actuellement à 12 000 milliards 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. Au-delà des enjeux internationaux des fonds souverains se pose la question suivante: l'introduction d'un fonds souverain au Luxembourg s'impose-t-elle ? La réponse est résolument positive. Ce constat repose notamment sur un examen systématique des objectifs et fonctions des différents fonds souverains à travers le monde.

Notion de fonds souverain et survol des fonds à travers le monde

Une définition de la notion de fonds souverain s'impose: il s'agit de fonds détenus par les administrations publiques, disposant d'un important volume d'actifs gérés sur un horizon de long terme – ce qui les distingue des réserves officielles de change – et qui poursuivent prioritairement des objectifs de nature structurelle. La Chambre de Commerce fonde son analyse sur les 22 principaux fonds souverains à travers le monde. Certains sont très importants par rapport au PIB des pays concernés. Aux Emirats arabes unis par exemple, les actifs détenus par trois fonds distincts atteignent conjointement quelque 493% du PIB. La Norvège est également logée à bonne enseigne, comme l'attestent des actifs du Government Pension Fund – Global équivalents au PIB. Enfin, les avoirs de deux fonds représentent quelque 244% du PIB à Singapour, un pays pourtant pratiquement dépourvu de ressources naturelles. Les fonds souverains tendent à exercer un poids économique plus important dans les plus petites entités géographiques qui, du fait de leur taille réduite, présentent une grande volatilité sur les plans macro-économique et budgétaire. En dépit d'une volatilité également très élevée et d'une balance courante des paiements structurellement excédentaire, le Luxembourg se trouve dans une situation radicalement différente. Seule la réserve de compensation du régime général de pension peut être assimilée à un fonds souverain. Or cette réserve est assez restreinte à l'aune des actifs accumulés par les fonds dans d'autres petites économies ouvertes.

Objectifs et fonctions des fonds souverains existants

Les différents fonds souverains étrangers poursuivent plusieurs objectifs distincts, dont le Luxembourg devrait s'inspirer:

- **Stabilisation de l'économie:** nombre de fonds visent à amortir l'impact de chocs macro-économiques à court ou moyen terme. On peut à ce propos distinguer une stabilisation passive et une stabilisation active. La stabilisation passive consiste à «neutraliser» les recettes abondantes en les thésaurisant dans un fonds souverain. Les pouvoirs publics abritent de la sorte leurs dépenses, notamment les transferts sociaux, de la forte instabilité qui caractérise généralement des recettes abondantes telles que les revenus du pétrole. La stabilisation opérée par les fonds peut également revêtir une dimension active, qui consiste à soutenir l'économie en phase de faible conjoncture et à reconstituer les réserves en phase de haute conjoncture. Une politique visant à restaurer la compétitivité des entreprises et à tempérer les conséquences inflationnistes d'un éventuel choc d'offre constituerait une bien meilleure modalité d'intervention qu'une politique de relance de la demande agrégée, surtout dans un contexte de forte ouverture économique, générateur de fuites à l'importation. La stabilisation active peut également être poursuivie à travers une politique de diversification économique, qui accroîtrait la résilience de l'économie aux chocs éventuels. Les fonds d'Alberta, de Malaisie et de Singapour (Temasek) sont les supports d'une telle stratégie. La fonction de stabilisation des fonds serait indiscutablement d'application au Luxembourg, l'une des économies les plus volatiles d'Europe. Certaines recettes de l'Etat luxembourgeois sont d'ailleurs extrêmement fluctuantes. C'est par exemple le cas de l'impôt sur la fortune, de certaines recettes de TVA, de la taxe d'abonnement et de l'impôt retenu sur les revenus de capitaux (IRRC). De surcroît, la pérennité des recettes liées au «Tanktourismus» ne peut être garantie. Une approche «norvégienne» consisterait à identifier les recettes les plus volatiles et/ou précaires et à les canaliser vers un fonds ad hoc.

- **Lutte contre l'effet «Dutch disease»:** cet effet désigne l'effet d'éviction dont souffre le secteur exposé en raison de l'afflux de ressources abondantes (par exemple les revenus pétroliers, des investissements directs importants, etc.). L'expression «Dutch disease» a initialement été utilisée pour dépeindre les difficultés du secteur manufacturier néerlandais dans la foulée de l'exploitation des réserves de gaz naturel en Groningue. En raison du surcroît de demande qu'elles induisent, des ressources abondantes tendent à rehausser les coûts salariaux et les prix 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 une diminution graduelle de la profitabilité du secteur exposé, pris en tenaille entre l'augmentation de ses coûts et la stagnation de ses prix de vente. Ce contexte défavorable induira un affaiblissement progressif du secteur exposé et, partant, du potentiel productif de l'économie. Le Luxembourg présente certains signes avant-coureurs de la «Dutch disease», comme l'attestent le niveau des salaires dans certaines branches exposées de l'économie ou l'important déséquilibre de la balance des marchandises. Ainsi, le taux de couverture des importations par les exportations tend à reculer pour ces dernières, à rebours de l'évolution observée dans les services – en particulier financiers. Un fonds souverain vers lequel serait canalisée une partie des ressources abondantes permettrait de contrecarrer cette éviction progressive, qui est lourde de conséquences pour l'évolution à moyen terme de l'économie luxembourgeoise et pour son potentiel de diversification.

- **Les fonds constituent un outil de redistribution intergénérationnelle.** Le préfinancement des coûts budgétaires inhérents au vieillissement de la population constitue l'une des principales raisons d'être de divers fonds étrangers. Les fonds existants permettent également de prémunir les pays dont ils relèvent du risque d'obsolescence des ressources abondantes. Ces deux préoccupations sont malheureusement de mise au Luxembourg. En premier lieu, la réserve de compensation du régime général de pension est bien trop restreinte pour faire face au défi du vieillissement, d'autant que le Luxembourg se caractérise par ailleurs par une très faible présence des fonds de pension privés (1% du PIB contre 72,5% en moyenne pour l'OCDE). En second lieu, si le Luxembourg ne dépend pas de ressources naturelles non renouvelables, il est confronté à un risque de déperdition des recettes d'accise et de TVA sur les produits pétroliers et à un certain risque d'obsolescence de la place financière. Ce risque d'obsolescence ou de déperdition constitue un argument décisif en faveur de l'établissement de fonds souverains, toujours dans une perspective d'équité intergénérationnelle. Il ne serait pas admissible de faire supporter les risques d'obsolescence et de déperdition des ressources par les seules générations futures, qui seront déjà confrontées à l'impact du vieillissement.

- **Les fonds permettent enfin de maximiser le rendement des réserves et de faciliter leur diversification.** Le rendement assez limité de la réserve de compensation du régime général de pension au cours de la dernière décennie met en exergue la pertinence de cet objectif au Luxembourg. A l'aune de ces différents objectifs potentiels des fonds, la création d'un fonds souverain paraît plus que justifiée au Luxembourg. D'autant que la création d'un tel fonds permettrait à la Place financière d'acquérir une expérience dans la gestion de fonds souverains. Cette expérience pourrait à son tour inciter des fonds souverains étrangers à confier au secteur financier luxembourgeois la gestion d'une partie de leurs actifs, avec à la clef une nouvelle niche d'activité prometteuse pour le Grand-Duché.

Modalités de mise en place et d'organisation d'un fonds souverain luxembourgeois: une esquisse

En échange d'efforts de maîtrise des dépenses publiques assez graduels et qui ne porteraient pas préjudice à son modèle social, le Luxembourg pourrait assurer la montée en puissance d'un fonds souverain. Ce fonds se focaliserait sur un nombre réduit de fonctions, à savoir la stabilisation, la lutte contre l'effet dit «Dutch disease» et le risque d'obsolescence des recettes abondantes. Le fonds

contribuerait également à améliorer le rendement des réserves. Le Grand-Duché pourrait de la sorte se prémunir de divers risques structurels ou conjoncturels et rétablir une équité intergénérationnelle gravement compromise à l'heure actuelle. En instaurant un tel fonds, le Luxembourg ne ferait que se mettre au diapason d'autres petites économies ouvertes, qui se dotent fréquemment de plantureux fonds souverains ou de fonds de pension privés. Un pays comme Singapour a d'ailleurs misé simultanément sur ces deux instruments.

Les pratiques adoptées dans nombre de ces pays postulent notamment des règles de gouvernance des fonds souverains transparentes, basées sur le principe des «checks and balances» et sur la division des responsabilités (sur la base notamment d'un cahier des charges précis entre les divers intervenants publics et privés). L'indépendance opérationnelle des fonds et les règles présidant aux transferts entre ces fonds et l'Etat sont également cruciales. En outre, l'instauration d'un fonds souverain devrait s'accompagner d'une norme d'équilibre du budget hors fonds souverain de l'administration centrale, afin d'éviter que la montée en puissance des actifs du fonds ne s'accompagne d'une hausse de la dette publique. Cette dernière viderait bien évidemment la réforme de sa substance.