



**AMBASSADE DE FRANCE EN NORVEGE
SERVICE ÉCONOMIQUE D'OSLO**

Le Chef du Service économique

Oslo, 11/05/2017

Le fonds de pension norvégien, ou comment le filet de sécurité pour les générations futures devient un outil d'influence pour la Norvège

Premier fonds souverain au monde par sa capitalisation, le fonds pétrolier norvégien (appelé Fonds de Pension Global), est géré de manière transparente et efficace par la Banque de Norvège. Il affiche en 2016 encore d'excellents résultats, avec un rendement de 6,9%, et une capitalisation de près de 850 Mds €. Au départ pensé comme une « assurance des Norvégiens » pour l'avenir, le fonds devient progressivement un outil d'influence dans le monde économique, par ses positions éthiques qu'il cherche à instiller au sein des quelques 9000 entreprises cotées dans lesquelles il détient une participation (ou dans celles dont il se retire). Les principes gouvernant sa gestion font globalement l'objet d'un consensus politique, mais les ponctions chaque année plus importantes pour équilibrer les lois de finances, sans obérer la viabilité à long terme du fonds, soulignent une fois encore l'extrême dépendance de l'économie norvégienne de son or noir.

1. Un outil conçu pour le long terme

Le Fonds de pension global (*The Government Pension Fund Global*), ainsi dénommé depuis 2006 (son appellation précédente étant le fond pétrolier norvégien, *The Petroleum Fund of Norway*) a été créé en 1990, mais n'a été alimenté qu'à partir de 1996, quand les recettes pétrolières de la Norvège ont commencé à devenir substantielles. Contrairement à ce que son appellation pourrait induire, il s'agit davantage d'un fonds de réserve de retraites que d'un fonds de pension (il n'est pas alimenté par des cotisations retraites et ne verse pas directement de pensions) mais **il constitue une réserve qui a vocation à être utilisée le moment venu par le budget de l'Etat**

La genèse du fonds est double :

- s'assurer que la « manne pétrolière » **profitera également aux générations futures**
- **éviter une surchauffe de l'économie norvégienne** en raison des revenus pétroliers (crainte de la « maladie néerlandaise¹ »).

¹ La « maladie néerlandaise » (*Dutch disease*) est décrite par les économistes comme étant le résultat du développement beaucoup plus important d'un secteur par rapport aux autres secteurs d'une économie (typiquement résultant d'une découverte de ressources naturelles). Le développement de ce secteur entraîne une hausse de la main d'œuvre, et une appréciation de la monnaie. En conséquence, les autres secteurs dépérissent, ne pouvant suivre la hausse des salaires, et perdant leur compétitivité tant sur le plan international (baisse des exportations) que sur le national (augmentation des importations devenues meilleures marché en raison du taux de change).

Ainsi, le fonds de pension se voit attribué l'ensemble des recettes de l'Etat norvégien liées aux hydrocarbures, à savoir via les impôts, les permis d'exploitation de gisement, d'exploration, la société Petoro² et les participations dans les sociétés comme Statoil.

Le fonds est soumis à des règles strictes :

- il ne peut investir sur le territoire norvégien
- l'Etat ne peut prélever annuellement qu'au maximum un certain pourcentage de la valeur du fonds pour abonder le budget de l'Etat (*Fiscal rule* édictée en 2001 et validée par le Parlement : ce pourcentage est actuellement fixé à 4%).

Ces deux règles fondamentales répondent directement aux raisons ayant conduit à la création du fonds.

De la même manière, **la gouvernance décidée pour le fonds est garante de son indépendance**. La responsabilité du fonds est assurée par le Ministère des Finances, qui en définit les axes stratégiques sous le contrôle du Parlement. Toutefois, le Ministère délègue depuis 1997 la gestion proprement dite à un service spécialisé de la Banque centrale de Norvège, dénommé *Norges Bank Investment Management*, ou NBIM. Cette gestion déléguée s'accompagne d'objectifs annuels de performances. Au 31 mars 2017, NBIM regroupe 568 employés, provenant de 36 nationalités. La moitié se trouve à Oslo, les autres employés se répartissant dans ses bureaux de Londres, New-York, Singapour et Shanghaï.

Les règles régissant la gestion du fonds, fixées par le Gouvernement, évoluent régulièrement afin de s'adapter à la réalité des marchés, et maximiser le rendement du fonds. Elles traitent principalement de deux aspects : la répartition du portefeuille du fonds, et la ponction que le Gouvernement peut faire sur le fond chaque année.

a) La répartition du portefeuille

La part relative aux actions a régulièrement progressé : le gouvernement en avait fixé le maximum à 40% en 1998, puis l'a relevé à 60% en juin 2009. Après avoir mis en place une commission en 2016 pour étudier la pertinence de faire évoluer ce taux, le Gouvernement a finalement proposé au Parlement le 31 mars 2017 de **relever ce taux à 70%** (proposition soutenue par la Banque de Norvège). Le Parlement devrait se prononcer en juin sur la question.

b) La ponction annuelle pour abonder le budget

Son maximum a été fixé à 4% en 2001. En pratique, cela correspond au taux réel de retour sur investissement à long terme fixé pour le fonds, le Gouvernement ne pouvant ponctionner le fonds qu'à hauteur des intérêts qu'il rapporte, pour ne pas en obérer la pérennité. Or, les faibles taux d'intérêt et l'état des marchés incitent, de manière relativement consensuelle, les économistes à estimer que le taux réel de retour sur investissement se situera davantage autour de 3% que de 4%. Le Gouvernement Solberg propose donc de fixer le taux réel de retour sur investissement « estimé » à 3%, au lieu des 4% en vigueur. Et donc de **baissier la possibilité pour le Gouvernement de ponctionner le Fonds à 3% par an**. A noter que dans la loi de finances 2017, la ponction votée en décembre 2017 était un peu supérieure à 3%. **Le 11 mai 2017, le Gouvernement a présenté un budget révisé, dans lequel la ponction sur le fonds s'élève à 2,9%** (ramenée de 224,6 Mds NOK, soit 24 Mds €, à 220,9 Mds NOK, soit 23,6 Mds €).

Enfin, les autorités norvégiennes insistent sur la **transparence de la gestion du fonds** qui fait l'objet d'un débat public et d'un rapport transmis au Parlement chaque année. La Banque Centrale publie

² Petoro est une société d'Etat qui gère les intérêts financiers directs de l'Etat, (*State's Direct Financial Interest - SDFI*) dans le secteur pétrolier et gazier norvégien. Ses participations comprennent un tiers des réserves de pétrole et de gaz de la Norvège et des installations associées.

chaque trimestre un rapport de gestion sur la performance, la structure du portefeuille et la gouvernance.

2. Des performances qui surpassent celles du marché

Avec plus de 8000 Mds NOK (près de 850 Mds €), la valorisation du Fonds représente plus de 2,5 fois le PNB de la Norvège en 2016 (3180 Mds €). Il demeure le premier fonds souverain au monde.

Les avoirs du fonds sont répartis de la manière suivante :

- 62,5 % en actions
- 34,3% en obligations
- 3,2% en placements immobiliers.

Selon les résultats annoncés par la Banque centrale de Norvège, le fonds a gagné en 2016 près de 447 Mds NOK (47 Mds €). **Son rendement en 2016 a été de 6,9%**. Ce qui donne, en lissant les rendements depuis 1998, un rendement moyen annuel de 5,7%. A noter que **les gains réalisés depuis l'établissement du Fonds dépassent désormais la somme totale des revenus pétroliers qui y ont été versés**.

Fin 2016, le fonds contrôlait **1,3% de la capitalisation boursière mondiale** avec des participations dans **près de 9.000 entreprises**. En 2016, les investissements en action ont le mieux performé, avec un rendement de 8,7%. Les obligations ont affiché un rendement de 4,3% et l'immobilier de 0,8%. La répartition des investissements du Fonds par secteurs (avec leurs rendements), les 10 plus importantes participations du Fonds ainsi que les principaux titres obligataires se trouvent en annexe (chiffres au 31 mars 2017).

La répartition géographique des investissements est la suivante :

Amérique du nord :	42%
Europe :	36%
Asie et Océanie :	18%
Reste du Monde :	4%.

Le Fonds est ainsi présent dans 77 pays.

Une évolution notoire, déjà amorcée, va concerner le portefeuille immobilier. Une enveloppe de 40 Mds \$ est aujourd'hui consacrée aux placements immobiliers. Ils sont gérés dans une structure indépendante de celles des placements financiers, et mobilisent de nombreux employés. L'objectif serait de passer de 5 à 10% du portefeuille pour cette catégorie de placements. Mais ceux-ci seront concentrés sur un nombre limité de villes (Paris, Londres, San Francisco, New-York,...), l'objectif étant d'y constituer des investissements de long terme dans des immeubles de bureaux, assurant des revenus réguliers pour le Fonds. Le récent investissement Place Vendôme pour 1 Mrd € relève de cette ambition.

3. La part de la France dans le portefeuille du Fonds reste stable

Le Fonds a placé en France 390 Mrds NOK (41,7 Mrds €) fin 2016, soit 5,2% du montant total du fonds.

La part de la France dans les **actions** est restée stable à 5,2%, lui permettant de ravir la 5^e place à la Suisse, derrière les Etats-Unis (37,6%), le Royaume-Uni (9,8 %), le Japon (9,0 %) et l'Allemagne (5,4%). À l'exception des Etats-Unis (en hausse de 2%) et de la France (stable), les pays développés ont vu leur part dans le total des investissements du fonds diminuer en 2016.

Le Fonds détient des participations dans plus de 200 sociétés françaises dont la quasi-totalité du CAC 40. Il possède ainsi 1,8% d'Air Liquide, ou encore 1,2 % de Véolia. La participation du fonds reste généralement dans une fourchette de 1 à 2% du capital. A noter deux exceptions importantes dans lesquelles le Fonds possède plus de 3% du capital : Arkema (5,4%) et Schneider Electric (3,53%).

On note également une forte hausse du **portefeuille d'obligations du Trésor français**, passés, après plusieurs années de baisse, de 25 Mrds NOK en 2014 à 41 Mrds NOK en 2015 et 49 Mrds NOK en 2016.

Enfin, concernant l'immobilier, la France y représente 14,6% du portefeuille monde, ce montant pouvant encore croître, Paris étant l'une des cibles de cette division du fonds (voir supra).

4. Un investisseur de plus en plus engagé

La **prise en compte de considérations éthiques** dans la stratégie d'investissement du fonds est aujourd'hui mondialement connue. Le Comité exécutif de la Banque de Norvège peut décider, depuis le 1^{er} janvier 1995 (auparavant, la décision relevait du ministre des Finances), sur la base d'un avis d'un comité indépendant en charge de l'évaluation de l'éthique des entreprises dont les actions sont détenues par le fonds, d'exclure certaines entreprises du portefeuille du fonds. Ces décisions sont rendues publiques après le désengagement total du fonds du capital des entreprises concernées (publication sur le site du Fonds : www.nbim.no). Ces décisions sont souvent justifiées par des considérations d'atteintes aux droits de l'homme, aux droits de l'enfant, aux principes fondamentaux du droit du travail, à des accusations de corruption ou des comportements hostiles à la préservation de l'environnement. Deux catégories d'entreprises sont donc concernées : soit en raison de leur production (activité liées à la production de charbon ou d'énergie à base de charbon, à la production d'armes à fragmentation, d'armes nucléaires, à la production de tabac), soit en raison de leur comportement (violation grave des droits de l'Homme, dommage environnemental grave, corruption, violation des droits des individus en situation de guerre ou de conflit, autres violations de normes éthiques). Enfin certaines entreprises sont placés sous observation, mais peuvent être retirées de la liste (ce fut le cas pour Alstom entre 2011 et 2015).

Mais le Fonds accroît désormais son contrôle sur la gouvernance des entreprises dont il détient des actions en siégeant dans les conseils d'administration et en participant à des assemblées générales. Et en **adoptant et publiant des positions sur des thèmes génériques**. Le dernier en date a été celui du **plafonnement de la rémunération des dirigeants des entreprises**. Dans chaque entreprise, le "conseil d'administration devrait (...) dévoiler un plafond pour la rémunération totale" du directeur général "pour l'année à venir"³. Le même jour, le Fonds publiait ses « attentes » concernant la transparence fiscale des entreprises⁴.

Le fonds de pension n'a certes pas le niveau de renommée de l'octroi annuel du Prix Nobel de la Paix, mais il est incontestablement devenu un « marqueur » de la Norvège sur le plan international. Par son montant hors normes (près de 850 Mds€), il permet à cette entité de posséder 1,3% de la capitalisation boursière mondiale et d'être au capital de 9000 entreprises. Sa gestion est globalement le résultat d'un consensus politique au niveau national; le prochain débat sur l'évolution du plafond du pourcentage d'actions dans le portefeuille du fonds devrait en être le témoin.

³ <https://www.nbim.no/en/transparency/news-list/2017/position-paper-on-ceo-remuneration/>

⁴ <https://www.nbim.no/en/transparency/news-list/2017/expectation-document-on-tax-and-transparency/>

Cependant, certaines questions sont encore en débat : pour preuve la récente décision de la ministre des finances Siv Jansen de ne pas suivre l'avis d'une commission qu'elle avait chargée d'une réflexion sur la possibilité pour le fonds d'investir dans des infrastructures non cotées, et qui avait émis un avis positif, à l'instar de la Banque de Norvège, de la direction du fonds, ainsi que de nombreuses ONG environnementales. La question du verdissement du fonds est également posée, alors que sa stratégie de placement devrait continuer à prendre davantage en compte la dimension RSE.

Plus généralement, certaines voix s'élèvent pour contester le principe fondateur selon lequel le Fonds ne peut investir en Norvège. Des directeurs de musée ont suggéré que le Fonds puisse servir à acquérir des œuvres d'art, des ONG ont souhaité qu'il intervienne dans le financement d'infrastructures. Mais ces voix restent pour l'instant relativement isolées.

Quant aux implications pour la France, si la gestion du portefeuille d'actions répond à des standards internationaux par rapport auxquels peu de marge existe, la part d'investissement dans le secteur immobilier peut fortement progresser. De même, la politique du Fonds vis-à-vis des titres souverains français pourrait le cas échéant évoluer plus favorablement à la faveur des élections.

Emmanuel GABLA

ANNEXE

Tableau n°1 : Rendement des investissements en action du Fonds et répartition par secteur

Sector	Return in international currency	Share of equity investments¹
Financials	4.3	23.8
Industrials	7.0	14.1
Consumer goods	6.8	13.3
Health care	6.9	10.3
Technology	11.1	10.2
Consumer services	4.1	10.1
Oil and gas	-4.4	5.8
Basic materials	7.0	5.8
Telecommunications	2.4	3.2
Utilities	6.6	2.9

¹ Does not sum up to 100 percent because cash and derivatives are not included.

Tableau n°2 : Les 10 plus importantes participations du Fonds. En Millions de NOK

Company	Country	Holding
Apple Inc	US	59,602
Nestlé SA	Switzerland	50,012
Royal Dutch Shell Plc	UK	41,760
Alphabet Inc	US	40,848
Microsoft Corp	US	38,547
Roche Holding AG	Switzerland	37,207
Novartis AG	Switzerland	33,717
Johnson & Johnson	US	27,176
Amazon.com Inc	US	27,116
BlackRock Inc	US	26,513

Tableau°3 : Les principaux titres obligataires du Fonds

Issuer	Country	Holding Millions of kroner
United States of America	US	569,123
Japanese government	Japan	187,618
Federal Republic of Germany	Germany	112,509
Mexican government	Mexico	64,284
UK government	UK	57,886
French Republic	France	56,109
Italian Republic	Italy	48,281
South Korean government	South Korea	47,945
Spanish government	Spain	32,023
Government of India	India	31,736