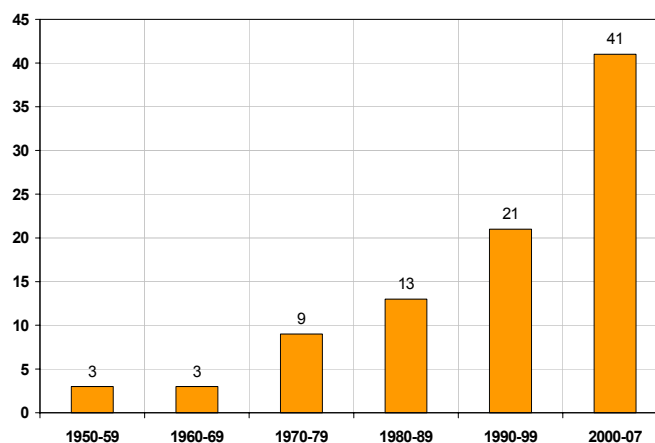


Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale

- Les fonds d'investissement souverains, créés pour gérer de manière active les réserves de change officielles de certains pays, ont dépassé les hedge funds en termes de montants d'actifs sous gestion. Ils représentent encore peu en comparaison du montant des actifs sous gestion privée (2 000 à 3 000 Mds \$ contre 53 000 Mds \$), mais au rythme de progression actuel, ils excéderont une dizaine de milliers de milliards de dollars d'ici quelques années.
- Traditionnellement, les réserves de change sont détenues sous forme d'instruments peu risqués, principalement des bons et des obligations du Trésor américain, les banques centrales visant essentiellement un objectif de sécurité et de liquidité. Le développement des fonds souverains se traduit par un élargissement de la gamme de leurs placements afin d'en accroître le rendement. Une augmentation de la part risquée des portefeuilles des fonds souverains devrait accroître la demande d'actions, d'actifs émergents et d'actifs à risque en général.
- Cependant, la plupart d'entre eux affichent un faible niveau de transparence, ce qui pourrait nuire à la stabilité des marchés en amplifiant la volatilité du prix de certaines classes d'actifs, et empêcher les autres participants de marché d'anticiper correctement les modifications de prix relatifs. Cette opacité des fonds souverains, ajoutée à leur nature publique, alimente la crainte qu'ils puissent en outre constituer des instruments au service d'intérêts stratégiques.
- Pourtant, les fonds souverains peuvent aussi contribuer à stabiliser le système financier mondial, pour peu que la transparence de leur gestion soit améliorée. Les solutions techniques existent : identifier les bonnes pratiques en matière de gestion indicielle, de règles d'emprise ou de responsabilité publique. De façon plus ambitieuse, l'objectif pourrait consister à sortir de «l'équilibre non coopératif» que représente l'accumulation de réserves excédentaires en visant à réduire les déséquilibres des paiements mondiaux et à mieux assurer les pays émergents contre les risques financiers internationaux.

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et de la Politique économique et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Emploi.

Nombre de fonds souverains



Sources : Deutsche Bank

Un nombre grandissant de pays créent des fonds d'investissement dits souverains (*Sovereign Wealth Funds* ou SWFs), afin de gérer de manière active les avoirs de réserve qu'ils accumulent. Ces fonds possèdent un portefeuille d'actifs dont le montant (de l'ordre de 2000 à 3000 Mds \$ selon les sources) dépasse aujourd'hui celui des fonds d'investissement spéculatifs ou *hedge funds* (de l'ordre de 2000 Mds \$), et qui devrait continuer à croître et se diversifier vers une gamme élargie de classes d'actifs. Cependant, rares sont ceux qui fournissent des informations détaillées sur leur portefeuille et leur stratégie d'investissement. Ajoutées à la nature publique des fonds, ces caractéristiques alimentent le sentiment qu'ils peuvent servir des buts stratégiques, pouvant menacer les intérêts des pays tiers.

Ces questions étaient au menu de la rencontre entre les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales du G7, organisée le 19 octobre dernier à Washington. A cette occasion, un échange a eu lieu avec un groupe de gérants de fonds souverains. Au terme de leurs discussions, les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales du G7 se sont accordés sur le fait que «les fonds d'investissement souverains constituent des participants de plus en plus importants dans le système financier international et que nos économies peuvent bénéficier des flux d'investissement de ces fonds». Ils ont aussi

demandé au FMI, à la Banque mondiale et à l'OCDE d'identifier «pour les fonds souverains de bonnes pratiques en matière de structure institutionnelle, de gestion des risques, de transparence et de responsabilité», et aux pays bénéficiant des investissements «de s'appuyer sur les principes de non-discrimination, de transparence et de prévisibilité».

Nous examinons ici trois aspects de cette feuille de route : l'émergence de ces fonds et les facteurs qui la sous-tendent ; leur mode de fonctionnement et d'investissement et ce qui en résulte pour les prix d'actifs et la dynamique des marchés ; les risques afférents à leur action et la manière de les traiter.

Tableau 1 : principaux fonds souverains

Pays	Nom du fonds	Année de création	Actifs gérés (Mds \$)
Emirats Arabes Unis	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1976	500-875
Singapour	Government of Singapore Corporation (GIC)	1981	100-330
Norvège	Government Pension Fund – Global (GPF)	1990	300-322
Koweït	Kuwait Investment Authority (KIA)	1953	213-250
Chine	China Investment Corporation	2007	200
Singapour	Temasek Holdings	1974	108-159
Russie	Stabilization Fund	2004	127-133
Qatar	Qatar Investment Authority (QIA)	2005	40-60
Libye	Oil Reserve Fund	2005	50
Algérie	Fonds de régulation des recettes	2000	25-43
États-Unis	Alaska Permanent Reserve Fund	1976	38-40
Brunei	Brunei Investment Authority (BIA)	1983	30-35
Malaisie	Khazanah Nasional BHD	1993	18-26
Corée du Sud	Korea Investment Corporation (KIC)	2005	20
Venezuela	National Development Fund	2005	15-18
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	1976	15-17

Source : Deutsche Bank, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Standard Chartered.

1. L'émergence des fonds d'investissement souverains est un phénomène structurel

1.1 Des objectifs économiques et financiers

Le débat reste ouvert dans la littérature économique sur la manière dont les avoirs de réserve des États doivent être gérés et sur l'intérêt de confier cette activité à des fonds d'investissement autonomes. Pour certains¹, les autorités monétaires devraient s'efforcer de saisir toutes les opportunités qu'offrent aujourd'hui les marchés financiers afin d'accroître le rendement de leurs avoirs, sous réserve de maîtriser leur exposition au risque. D'autres² jugent qu'à cet égard une distinction nette doit être effectuée entre les réserves de change officielles -qui doivent être gérées avec prudence de façon à pouvoir être converties en liquidités facilement- et les avoirs provenant de l'exploitation de ressources naturelles.

La création de fonds souverains, c'est-à-dire d'entités autonomes ayant des objectifs de maximisation de la richesse à long terme et possédant une expertise reconnue en matière de gestion d'actifs, répond à plusieurs objectifs³ :

- préserver leurs pays d'origine des conséquences de la volatilité des revenus liés à l'exportation de matières premières, qui peut amplifier les fluctuations du cycle ;
- répartir entre plusieurs générations la richesse issue de ressources naturelles non renouvelables ;
- limiter les effets pervers d'une trop grande dépendance vis-à-vis des ressources naturelles. Lorsque l'exportation de ressources naturelles entraîne une appréciation du taux de change réel en lien avec un excédent courant croissant, réduisant la compétitivité des autres produits échangeables, la dépendance vis-à-vis de telles ressources peut en effet s'enraciner et détourner l'investissement productif des secteurs à forte productivité («maladie hollandaise») ;
- l'accumulation de réserves de change se traduit par une augmentation des coûts de stérilisation et de portage, ce qui justifie de chercher à accroître leur rendement, ou au moins à diminuer les pertes nettes encourues⁴. Traditionnellement, elles sont détenues sous forme d'instru-

(1) Par exemple, Summers (2007) : «Opportunities in an era of large and growing official wealth», *Sovereign Wealth Management, Central banking Publications*.

(2) Par exemple, Hildebrand (2007) : «Four tough questions on foreign reserve management», *Sovereign Wealth Management, Central banking Publications*.

(3) Voir Rietveld & Pringle (2007) : «The evolution of sovereign wealth management», *Sovereign Wealth Management, Central banking Publications*.

(4) Le coût de portage est la différence entre le coût de financement des réserves de change et leur rendement. Le coût de stérilisation est la différence entre le rendement des instruments domestiques que la banque centrale vend afin de neutraliser l'accroissement de la masse monétaire induit par l'acquisition des réserves et le rendement de ces dernières. D'après les calculs de la Banque mondiale, la probabilité d'un rendement net négatif à un horizon de dix ans est nettement plus élevée pour les placements effectués selon les politiques traditionnelles des banques centrales que dans le cadre de stratégies d'investissement plus agressives. Voir Summers (2007) op. cit.

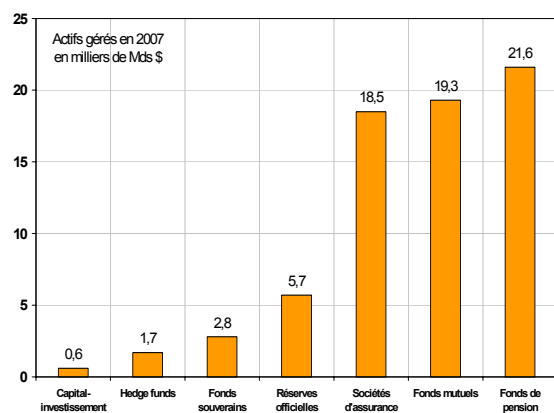
ments peu risqués, principalement des titres du Trésor américain, les banques centrales visant un objectif de sécurité et de liquidité. La Banque Nationale de Suisse et l'Eurosystème ont adopté des stratégies de placement actives. Toutefois, mettre en œuvre ce type de gestion au sein de la banque centrale peut se heurter à plusieurs obstacles : conflit possible entre les objectifs de stabilité monétaire et financière et les fonctions de gestion des réserves, incitations insuffisantes à poursuivre des stratégies d'investissement plus agressives, absence de systèmes de rémunération fondés sur la performance, ou encore risque de réputation en cas de perte. Afin de contourner ces difficultés potentielles, plusieurs pays se sont plutôt dotés d'entités autonomes pour gérer leurs avoirs de réserve autres que les réserves de change officielles.

1.2 Un développement appelé à se renforcer

Des travaux économétriques du FMI⁵, fondés sur l'observation des fonds gérant les recettes de ressources naturelles, indiquent que des gains sont possibles en termes de stabilisation de la croissance économique et de diversification des placements.

Ainsi, tant au plan théorique que d'un point de vue empirique, les gouvernements confrontés à une forte croissance de leurs revenus externes seraient fondés à confier la gestion de leurs avoirs de réserve à des fonds d'investissement autonomes. Ces entités se sont ainsi développées rapidement : les participants de marché estiment aujourd'hui le montant de leurs actifs sous gestion entre 1900 Mds \$ et 3200 Mds \$⁶.

Graphique 1 : les principaux acteurs non bancaires du système financier



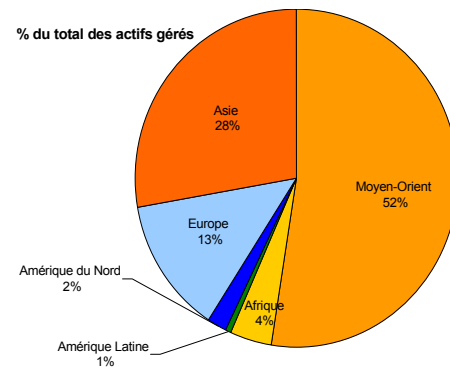
Source : McKinsey et Morgan Stanley.

Cela représente moins de la moitié des réserves de change officielles (5600 Mds \$) et 10 fois moins que le total des actifs sous gestion des sociétés d'assurance, des OPCVM et

des fonds de pension (53000 Mds \$), mais d'ores et déjà plus que celui des hedge funds qui avoisine 1700 Mds \$ (voir graphique 1).

En outre, **les actifs des fonds d'investissement souverains semblent progresser plus rapidement que ceux de l'industrie de la gestion privée** et, au rythme actuel, leur portefeuille pourrait atteindre jusqu'à 12000 Mds \$ en 2015 selon certaines estimations⁷. La vigueur de cette progression est incertaine car elle dépend largement du prix et des capacités de production du pétrole, et des déséquilibres de paiements courants. Toutefois, il y a de bonnes raisons de croire que les fonds souverains continueront de recevoir des flux de revenus soutenus : d'une part, la valeur des réserves de pétrole prouvées du Conseil de coopération du golfe (*Gulf Cooperative Council* ou GCC) est de l'ordre de 44000 Mds \$, c'est-à-dire 28 fois la taille actuelle estimée des fonds souverains émanant du GCC⁸ ; d'autre part, les excédents de paiements courants en Asie représentent environ 400 milliards de dollars par an alors même que les pays de cette région considèrent que leurs réserves de change officielles sont déjà au-dessus du niveau requis pour faire face aux besoins de liquidités⁹.

Graphique 2 : présence des fonds souverains par zones géographiques



Source : Morgan Stanley.

Les données disponibles montrent que les actifs ainsi gérés sont pour le moment très concentrés dans quelques fonds, les cinq plus gros détenant près de 70% du total, ainsi que dans certaines régions (voir graphique 2), le Moyen-Orient en détenant la moitié. Cependant, un nombre croissant de pays (voir graphique de la page 1) créent ou envisagent de créer des fonds souverains, parmi lesquels l'Arabie Saoudite¹⁰, la Chine, le Japon, la Russie ou encore la Bolivie.

Enfin, l'émergence des fonds souverains est une autre facette de la modernisation financière en cours dans les économies émergentes depuis une dizaine d'années¹¹,

- (5) Davis, Ossowski, Daniel & Barnett (2001) : «Stabilisation and savings funds for non-renewable resources», *IMF Occasional Paper 205, Fonds Monétaire International*.
- (6) Entre autres, Fonds Monétaire International (2007) : «Sovereign Wealth Funds», *Global Financial Stability Report, annexe 1.2 du chapitre 1, septembre*, Jen (2006) : «Sovereign Wealth Funds and Official FX Reserves», *Morgan Stanley Research Global, 14 septembre*, Kern (2007) : «Sovereign wealth funds - state investments on the rise», *Deutsche Bank Research, 10 septembre* et Lyons (2007) : «State Capitalism: The rise of sovereign wealth funds», *Standard Chartered Global Research*.
- (7) Pour les hypothèses sous-jacentes et les calculs détaillés, voir «How big could sovereign wealth funds be by 2015?», *Morgan Stanley Research Global 3 mai 2007*.
- (8) Voir Bindelli & Jen (2007) : «Transforming oil into financial wealth», *Morgan Stanley Research Global, 15 novembre*.
- (9) En Chine, ce sont de telles considérations qui ont conduit à la décision de créer la *China Investment Corporation* (CIC) en dehors de la Banque du peuple de Chine. Voir aussi Jen, St-Arnaud (2007) : «Tracking the tectonic shift in foreign reserves and SWFs», *Morgan Stanley Research Global, 15 mars*.

que l'on peut rapprocher du développement international des grandes entreprises publiques de pays émergents et, en particulier la progression de leurs investissements à l'étranger. Le rang de ces entreprises dans les classements mondiaux s'est sensiblement amélioré, que ce soit en termes de ventes, de capitalisation boursière ou de détention d'avoirs étrangers¹². Ainsi, les fusions-acquisitions transfrontalières à partir des pays hors OCDE ont atteint le record historique d'environ 115 Mds \$ en 2006, dont plus de la moitié à destination des pays de l'OCDE.

Aujourd'hui, les économies émergentes affichent globalement de remarquables progrès tant au plan de leur

performance macroéconomique qu'en termes de robustesse financière. D'une part, leurs fondamentaux se sont nettement améliorés et des efforts substantiels ont été entrepris afin d'offrir aux investisseurs une gamme d'instruments financiers de plus en plus large et sophistiquée. D'autre part, leur intégration dans l'économie mondiale et les marchés financiers internationaux s'est renforcée. En 2005, les flux d'investissements sortants des pays émergents ont atteint 133 Mds \$ (17% du total mondial) et l'encours de leurs investissements directs à l'étranger s'est établi à près de 1 400 Mds \$, soit 13% du total mondial.

2. Leur gestion active des avoirs de réserve peut contribuer à accroître l'efficacité des marchés

2.1 Une gestion active des avoirs de réserve

Au sens strict, les fonds souverains peuvent être définis comme des entités dont les ressources sont constituées d'avoirs de réserve gérés distinctement des réserves de change officielles des autorités monétaires. Ce qui conduit à distinguer les fonds dits de matières premières (représentant en pratique près de deux tiers des actifs sous gestion), dotés des revenus publics issus de l'exportation de matières premières et les fonds autres, auxquels est affectée une partie des réserves de change jugée excédentaire. Par ailleurs, la détention et la gestion d'actifs souverains peuvent s'effectuer à travers des fonds de pension souverains (*Sovereign Pension Funds* ou SPFs), également dénommés fonds de réserve pour les retraites. De tels fonds diffèrent des fonds d'investissement souverains de deux façons¹³ : les premiers disposent d'un portefeuille libellé en monnaie nationale et sont soumis à des engagements financiers futurs, alors que les seconds détiennent des actifs en devises étrangères et n'ont pas de contrainte financière préétablie. Toutefois, dans certains pays, les fonds qui gèrent des actifs souverains de manière autonome présentent à la fois des caractéristiques des deux types de fonds. C'est notamment le cas du FRR (*Fonds de réserve pour les retraites* en France, du *Government Pension Fund - Global* (GPF) en Norvège et de la *Government of Singapore Investment Corporation* (GIC). En outre, comme les fonds d'investissement souverains, les fonds de réserve pour les retraites tendent à adopter des stratégies d'investissement plus agressives, sous l'effet de deux facteurs : la charge budgétaire résultant du vieillissement, qu'il s'agit de couvrir au mieux ; la globalisation finan-

cière qui facilite une réduction du biais domestique (home bias).

Une telle diversité recouvre une multiplicité d'objectifs : stabilisation des recettes fiscales, stérilisation du compte financier de la balance des paiements, lissage inter-temporel des flux d'épargne. Les fonds d'investissement souverains semblent s'attacher d'abord à protéger la valeur réelle de leur capital initial, tout comme les fonds de réserve pour les retraites d'ailleurs. Cependant, n'ayant en général pas de passif explicite (à l'inverse des fonds de réserve pour les retraites), ils peuvent plus facilement rechercher un certain rendement pour une prise de risque donnée¹⁴. Les fonds dits de stabilisation poursuivent en général des stratégies de placement assez prudentes, privilégiant des instruments financiers liquides et relativement sûrs. En revanche, les fonds dits d'épargne ont des objectifs de plus long terme et investissent dans une gamme d'actifs plus large¹⁵.

Depuis le début des années 2000, le transfert d'une part croissante des réserves de change vers des fonds souverains parallèlement à leur accumulation rapide, principalement en Asie et au Moyen-Orient, s'est traduit par une augmentation de leur demande d'actifs financiers, dans le cadre semble-t-il d'une gestion plus risquée des avoirs de réserve. Même des fonds établis de longue date ont accru ou annoncé leur intention d'accroître leur exposition aux actifs à risque. Il est encore trop tôt pour savoir comment la crise actuelle des marchés de crédit et la hausse des primes de risque qui en résulte affecteront cette tendance.

(10) Selon l'édition du *Financial Times* datée du 22 décembre 2007, l'Arabie Saoudite projette la création d'un fonds souverain dont le montant d'actifs sous gestion dépasserait celui de l'*Abu Dhabi Investment Authority* (environ 900 milliards de dollars), qui est le plus important fonds souverain identifié à ce jour. Les avoirs de réserve saoudiens sont pour l'instant répartis entre la *Saudi Arabian Monetary Authority* (SAMA), qui est l'autorité monétaire, le *Public Investment Fund* chargé d'investir une partie des recettes pétrolières dans le pays uniquement, et de nombreux fonds appartenant à la famille royale.

(11) Voir Bank of England (2005) : «Capital flows to emerging markets: recent trends and potential financial stability implications», *Financial Stability Review*, décembre ; Odonnat & Rahmouni (2006) : «Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène ?», *Banque de France, Revue de la Stabilité Financière*, décembre.

(12) Source : OCDE (2007) : «Trends and recent developments in foreign direct investment», *International Investment Perspectives*.

(13) Voir Jen, St Arnaud (2007) : «Sovereign Pension Funds», *Morgan Stanley Research Global*, 23 Août 2007.

(14) Par contraste, les fonds de réserve pour les retraites, qui sont confrontés à des engagements financiers futurs, cherchent principalement à répliquer la performance d'un indice de marché, dans le cadre d'une gestion dite indicelle dont le but est d'abord de préserver leur solvabilité.

(15) Voir Fonds Monétaire International (2007), op. cit.

En Norvège, le fonds de pension du gouvernement (GPF) a indiqué qu'il comptait accroître son exposition aux marchés d'actions internationaux de 40% à 60% ; on s'attend également à ce que la CIC en Chine (cf. infra) détienne une part significative de son portefeuille sous forme d'actions, après avoir acquis près de 10% du fonds de capital-investissement Blackstone en mai dernier ; une étude récente du *McKinsey Global Institute*¹⁶ signale que certains fonds souverains souhaitent abandonner leurs stratégies d'investissement passives au profit de prises de participation plus importantes dans le capital d'entreprises étrangères. Au cours des dernières semaines de l'année 2007, les déboires financiers de plusieurs grandes banques internationales (Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS) confrontées à d'importantes dépréciations d'actifs, leur en ont fourni l'occasion, sous la forme de souscriptions d'obligations convertibles en actions de fonds d'Asie et du Moyen-Orient, pour un montant qui avoisinait déjà 30 Mds \$ à la fin de l'année 2007.

2.2 Une plus grande efficacité des marchés

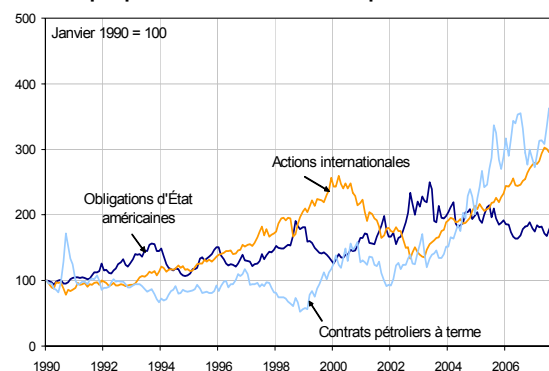
Compte tenu de leur taille déjà relativement importante, toute inflexion du comportement d'investissement de ces fonds ou tout changement de composition de leur portefeuille peuvent modifier les prix d'actifs. La simple anticipation d'une telle évolution suffit, comme en atteste la réaction des marchés des changes aux rumeurs récurrentes de diversification des réserves des banques centrales asiatiques.

Dans leur ensemble, les analystes de marché jugent qu'une augmentation de la part risquée des portefeuilles des fonds souverains devrait accroître la demande d'actions, d'actifs émergents et d'actifs à risque en général, et donc soutenir leurs prix¹⁷. Comme on le voit sur le graphique 3, la simple comparaison des performances passées de différentes classes d'actifs suggère que les pays disposant d'importants avoirs de réserve ont intérêt à diversifier leurs investissements, même si en pratique l'évaluation des choix d'investissement nécessite de prendre aussi en compte le risque associé à chaque placement.

L'impact quantitatif sur la valorisation de ces instruments dépendra également de l'évolution des taux d'intérêt. **De nombreux auteurs ont montré que les achats massifs d'obligations du Trésor américain effectués par les banques centrales au cours des dernières années ont contribué à abaisser le niveau des taux d'intérêt à long terme.** Par exemple, selon la Réserve fédérale américaine¹⁸, une hausse d'un point de PIB américain (soit 140 Mds \$) des achats étrangers d'obliga-

tions d'État américaines entraînerait une réduction des taux d'intérêt à long terme de 43 points de base. Ainsi, les rendements obligataires pourraient augmenter significativement si les stratégies d'investissement des fonds souverains conduisaient à l'avenir à un ralentissement des flux d'achat d'obligations du Trésor américain.

Graphique 3 : valeurs de différents placements financiers



Source : Bloomberg.

De même, un report global des flux d'investissement des obligations vers les actions soutiendrait le cours du yen toutes choses étant égales par ailleurs, ce dans l'hypothèse où les fonds souverains investiraient en actions dans une proportion équivalente à la part du yen dans la capitalisation boursière mondiale (supérieure à 10%), alors que moins de 3% des réserves de change officielles mondiales sont aujourd'hui détenus en yens. Appliqué au dollar et à l'euro, le même raisonnement impliquerait au contraire, toutes choses égales par ailleurs, un affaiblissement de ces devises¹⁹.

Globalement, la demande croissante d'actifs financiers émanant des fonds d'investissement souverains devrait bénéficier à l'économie mondiale. Étant en règle générale fortement exposés aux devises étrangères et n'ayant pas d'engagement explicite qui pourrait entraîner un recours à l'endettement ou un besoin de liquidité à court terme, **ces fonds ont une plus grande capacité que d'autres investisseurs à prendre des positions longues, dans le cadre de stratégies de placement à long terme (buy-and-hold).** Aussi sont-ils susceptibles d'intervenir quand les prix d'actifs baissent, permettant ainsi de contenir la volatilité à court terme des rendements financiers et le niveau des primes de risque de liquidité. Leur présence croissante devrait donc être un facteur de développement à long terme des marchés financiers, notamment dans les pays émergents, et exercer une influence stabilisatrice sur le système financier mondial.

(16)Mc Kinsey Global Institute (2007) : «The new power brokers: how oil, Asia, hedge funds and private equity are shaping global capital markets», octobre.

(17)Selon certains opérateurs, les prix de marché actuels refléteraient déjà l'anticipation par les investisseurs d'une appréciation des actifs risqués induite par l'émergence des fonds souverains. Voir Merrill Lynch (2007) : «The overflowing bathtub, the running tap and SWFs», *Global Economics*, 5 octobre.

(18)Warnock & Warnock (2005) : «International capital flows and US interest rates», *Board of Governors of the Federal Reserve System, International finance discussion papers*, n°840, septembre.

(19)Voir Jen & St-Arnaud (2007) : «Global official reserves just breached US\$6.0 trillion», *Morgan Stanley Research Global*, 8 novembre.

3. Leur manque de transparence engendre des risques qui doivent être maîtrisés

3.1 Un faible degré de transparence

En théorie, lorsqu'un État confie la gestion de ses actifs à une entité autonome, ce mode d'organisation introduit plus de transparence dans l'utilisation des ressources publiques. Il y a quelques exemples (ceux du *Government Pension Fund - Global* en Norvège ou de l'*Alberta Heritage Savings Trust Fund* au Canada) où la création de fonds souverains a en effet accru le degré de transparence et de responsabilité avec lequel sont gérées les recettes provenant de l'exploitation de ressources naturelles, grâce à un contrôle public renforcé des finances publiques. Dans les deux cas, la transparence a également été un facteur déterminant du succès du fonds et de la réalisation de la consolidation budgétaire²⁰.

Au-delà de ces exemples, quelques fonds fournissent une information détaillée sur leur taille, leur performance et la composition de leur portefeuille²¹, mais la plupart d'entre eux affichent un faible niveau de transparence à cet égard. Plusieurs fonds parmi les plus gros et les plus anciens ne donnent aucun détail sur leurs opérations, performance, stratégie d'investissement ou modalités d'organisation²².

On pourrait plaider que la capacité des fonds souverains à conserver leurs capitaux pendant une longue période, sans avoir à publier de résultats, leur permet de mieux tolérer les situations de forte volatilité et de faible liquidité, et que c'est précisément cet avantage en termes d'investissement, lié à l'absence de transparence, qui leur permet d'intervenir à contre-courant quand les prix varient et de fournir la liquidité supplémentaire aidant à stabiliser les marchés financiers. Cependant, en accord avec les pratiques de marché habituelles, on pourrait considérer que le montant et l'évolution des actifs sous gestion, de même que la stratégie et l'horizon de placement, devraient faire l'objet de communications publiques régulières²³.

3.2 Des risques pour la stabilité financière

Le plus souvent, les fonds d'investissement souverains apparaissent donc aujourd'hui comme des intermédiaires financiers non régulés et largement opaques quant à leur cadre institutionnel et leur politique d'investissement²⁴. En particulier, il n'y a pas forcément de distinction claire entre leurs actifs propres et les réserves de change officielles, en termes de liquidité et de négociabilité, ou de règle empêchant les autorités monétaires de mobiliser les actifs des fonds souverains comme s'il s'agissait de créances sur les non-résidents. Il est même souvent difficile de savoir au bilan de quelle insti-

tution (fonds souverain ou banque centrale) sont enregistrés les avoirs de réserve provenant de l'exportation de matières premières.

Cette confusion est de nature à faciliter de brusques changements des structures de gouvernance ou des stratégies d'investissement en réaction à des pertes, ce qui peut amplifier la volatilité du prix de certaines classes d'actifs. En particulier, sur des marchés étroits et peu liquides -c'est encore le cas de nombre de bourses émergentes mais aussi de certains segments de marchés financiers plus mûrs (capital-investissement, immobilier)- et au fur et à mesure que les fonds souverains se développent, toute modification de leur allocation de portefeuille, même minime, pourrait accroître brutalement la volatilité.

Enfin, la faiblesse relative actuelle des taux d'intérêt de marché peut inciter les fonds souverains à investir une part de leur portefeuille en produits financiers à effet de levier ou peu liquides (capital-investissement, *hedge funds*, matières premières, immobilier commercial, dérivés de crédit), plus rémunérateurs, ce qui, compte tenu de leur taille d'ores et déjà importante, produirait des effets en chaîne sur toute une gamme de prix d'actifs²⁵. En particulier, une augmentation de leurs placements auprès des *hedge funds* affecterait indirectement les prix sur les segments de marché que ceux-ci privilégient : actifs émergents, matières premières, obligations à haut rendement, etc. Les données disponibles (*McKinsey Global Institute*, FMI), bien que parcellaires et essentiellement qualitatives, suggèrent que les fonds souverains tendent bien à renforcer leur exposition aux instruments financiers complexes, même si les effets de la crise actuelle des marchés de crédit sont encore incertains à cet égard.

3.3 Des risques pour la liberté des mouvements de capitaux

Le développement des investissements en actions des fonds souverains signifie qu'indirectement des gouvernements étrangers interviennent dans le capital d'entreprises privées de pays tiers. Cette présence indirecte de puissances publiques pourrait être interprétée comme une inversion du mouvement de privatisation observé dans de nombreux pays au cours des 25 dernières années, en particulier en Europe.

Cependant, de ce point de vue, les fonds souverains ne sont pas différents des autres investisseurs. Les règles existantes relatives au bon fonctionnement des marchés boursiers et à

(20) Voir Rietveld et Pringle (2007), op. cit.

(21) En Norvège, le GPF fournit une information trimestrielle sur sa stratégie d'investissement et sa performance et publie une fois par an la répartition des titres qu'il détient par émetteur individuel.

(22) Voir Lyons (2007), op. cit.

(23) Voir aussi Truman (2007) : «Sovereign wealth funds: the need for greater transparency and accountability», *Peterson Institute for International Economics, Policy brief, août*.

(24) Voir US Treasury Department (2007) : «Sovereign wealth funds», *Report to Congress on international economic and exchange rate policies, annexe 3, juin*.

(25) Banque des Règlements Internationaux (2007) : «Institutional investors, global savings and asset allocation», *CGFS Papers n°27, février*.

la gouvernance d'entreprise s'applique à eux comme à n'importe quel autre actionnaire et leur mise en œuvre rigoureuse devrait suffire à préserver l'intégrité des marchés. Par ailleurs, l'investissement émanant d'un fonds souverain qui cherche à maximiser la valeur de son portefeuille devrait être accueilli comme le serait l'intervention d'un investisseur institutionnel car, dans les deux cas, l'investisseur fournit à l'entreprise le capital dont elle a besoin et incite l'entreprise à accroître sa profitabilité.

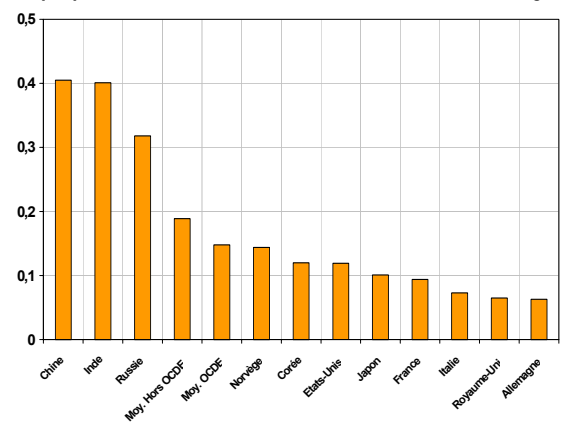
Une autre crainte paraît davantage fondée : celle que l'action des fonds souverains obéisse à des motivations autres que financières. En pratique, les investissements des fonds semblent souvent viser deux grands objectifs au plan stratégique : sécuriser l'accès des pays d'origine aux matières premières ; faciliter l'accès de leurs entreprises aux technologies et au savoir-faire de pays plus avancés²⁶. Les ressources croissantes dont disposent les fonds souverains pourraient alors alimenter une vague d'investissements dans les pays tiers, avec le risque de réactions hostiles si les fonds cherchaient à entrer dans le capital d'entreprises jugées d'importance stratégique, notamment celles des secteurs de la défense et de l'énergie. Ce risque est illustré par le débat qu'ont soulevé plusieurs affaires récentes impliquant non seulement des fonds souverains, mais aussi de grandes entreprises de pays émergents. La Thaïlande a rejeté la prise de participation du fonds singapourien *Temasek* dans le principal opérateur national de télécommunications. L'entreprise *DP World* de Dubaï a dû abandonner sa tentative d'achat de la *Peninsular and Oriental Steam Navigation Company* (P&O) qui contrôle les facilités portuaires de plusieurs villes américaines (dont le port de New-York). L'offre de l'entreprise chinoise *China National Offshore Oil Corporation* (CNOOC) pour la compagnie pétrolière Unocal a également été bloquée par les autorités américaines.

Le fait que les fonds souverains résident dans des pays qui sont souvent beaucoup moins ouverts aux investissements étrangers que ceux où ils investissent, notamment les États-Unis et les États européens, n'est probablement pas de nature à atténuer ce sentiment de défiance (cf graphique 4). Selon l'OCDE, la Chine et la Russie sont ainsi parmi les économies les plus restrictives en la matière.

Notons que les pays où investissent principalement les fonds souverains sont pour la plupart dotés de règles leur permettant de contrôler et interdire les investissements étrangers menaçant la sécurité nationale, c'est-à-dire dans le secteur de la défense. Aussi la question la plus pressante

concerne-t-elle les investissements des fonds souverains dans le secteur de l'énergie²⁷.

Graphique 4 : indice de restriction aux investissements directs étrangers



Source : OCDE.

Note : l'indice mesure les discriminations à l'encontre des investissements étrangers (en date d'avril 2006). Il est calculé pour 29 pays de l'OCDE et 13 pays hors OCDE, mais ne couvre aucun pays du Moyen-orient.

Ces préoccupations pourraient être à l'origine d'entraves à la libre circulation des capitaux et, si les pratiques répréhensibles se développaient, déclencher un enchaînement de réactions politiques excessives ayant des conséquences d'ordre systémique²⁸.

Pour éviter un tel risque et préserver les avantages d'un libre accès aux marchés, les fonds souverains et leurs pays d'origine doivent eux-mêmes apporter une réponse aux inquiétudes qu'ils suscitent. Notamment, la réciprocité des règles de protection des investissements doit être assurée. En d'autres termes, pour qu'il soit possible aux fonds souverains d'investir à l'étranger, les marchés de leurs pays d'origine doivent offrir un accès équivalent aux investisseurs étrangers. La réciprocité en matière d'investissements est un des objectifs des organisations multilatérales et des accords bilatéraux entre pays.

3.4 Les pistes pour l'avenir

Les fonds établis par les pays exportateurs de matières premières en vue des «mauvais jours» peuvent paraître plus légitimes d'un point de vue économique que les fonds créés plus récemment pour mieux gérer les réserves de change excédentaires. En effet, les premiers résultent d'un choc durable sur le prix des ressources énergétiques, tandis que les seconds bénéficient de la sous-évaluation de certaines devises émergentes.

(26) *Le Government Pension Fund-Global* de Norvège affiche au contraire des préoccupations d'ordre éthique et environnemental et exclut tout investissement dans l'industrie de l'armement et dans les secteurs pollueurs. Voir Noyer C. (2007), «Les implications systémiques de l'accumulation des réserves de change», discours au *Salzburg global seminar*, 1er octobre.

(27) Pour une justification de l'intervention des fonds souverains dans ce domaine, voir Currie J. (2007), «The energy problem is related to the savings problem», *Global Economics Weekly*, Goldman Sachs, 7 novembre. L'article soutient notamment que les gouvernements occidentaux devraient en fait encourager les fonds souverains à investir dans leurs secteurs énergétiques afin de faciliter l'accroissement des capacités de production.

(28) Plus largement, l'arrivée massive de nouveaux entrants non bancaires, dont les hedge funds, sur les marchés financiers peut susciter des réactions politiques négatives. Voir Rajan R. G. (2007), «Conditions financières, gestion alternative et risques politiques : tenter de comprendre notre époque», Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n°10, avril.

Les inquiétudes que soulève l'action des fonds souverains en matière de transparence et de gouvernance d'entreprise ne sont guère différentes de celles induites par le rôle croissant des *hedge funds* et des fonds de capital-investissement au sein du système financier international²⁹. Pour y répondre, le G7 suggère d'identifier de bonnes pratiques en matière de structure institutionnelle, de gestion des risques, de transparence et de responsabilité des fonds souverains. Le FMI, la Banque mondiale et l'OCDE ont été mandatés pour examiner ces questions. Cependant, à l'heure où les pays émergents demandent qu'il leur soit accordé des droits de vote accrus et une représentation élargie au sein des institutions de Bretton Woods, certains observateurs suggèrent que ces organismes ne sont peut-être pas les enceintes les plus indiquées pour engager une discussion fructueuse avec les fonds souverains et leurs pays d'origine³⁰. Il est clair que cette réflexion doit être menée de pair avec la réforme du fonctionnement des institutions internationales, notamment du FMI, où une réforme est en cours de la représentativité des pays émergents et des pays les plus pauvres.

En pratique, comment faciliter un traitement équitable des fonds souverains par les pays où ils investissent ? En vue d'une discussion constructive, le FMI³¹ propose «d'identifier les informations que les pays sont prêts à partager, qu'il paraît pertinent de demander, et qui pourraient être utilisées dans notre analyse économique et financière globale». L'analyse de certains fonds tels le GPF de Norvège ou le FFR français qui communiquent chaque année leurs portefeuilles d'investissement et les rendements correspondants pourrait également fournir des indications sur la façon d'améliorer les pratiques en matière de transparence. Plus généralement, et sans préjuger des travaux des organismes internationaux dont on ne connaît pas encore le contenu, les bonnes pratiques identifiées en matière de gestion d'actifs pourraient servir à élaborer un code de conduite qui guiderait l'action

des fonds souverains, notamment autour des principes suivants :

- observer un objectif strict de maximisation sur longue période de la valeur du portefeuille ;
- isoler le processus d'investissement des pressions politiques, par exemple en privilégiant des modes de gestion individuelle (consistant à maintenir un portefeuille dont la valeur évolue comme celle d'un indice de marché) ou en mettant en place des organes de direction indépendants;
- veiller à la diversification du portefeuille et la dispersion des risques (par le respect de ratios d'emprise définissant des plafonds d'investissement par catégorie d'instruments financiers ou par nature de contrepartie) ;
- rendre publics la manière dont ces objectifs ont été remplis (en attribuant des mandats de gestion ou directement en mobilisant des ressources internes), les procédures de sélection des gestionnaires de mandats, les méthodes de valorisation des actifs, le montant et l'évolution des actifs sous gestion, voire les plafonds d'investissement et la composition détaillée du portefeuille.

Enfin, de façon plus ambitieuse, il est sans doute possible de chercher à traiter le problème à sa racine en sortant de «l'équilibre non coopératif» qu'est l'accumulation de réserves excédentaires. Certains auteurs ont proposé la constitution de «pools» de réserves gérés au plan international³². Un objectif préférable serait cependant de poursuivre l'amélioration du fonctionnement du système financier international, afin de limiter la volatilité des marchés financiers internationaux contre laquelle les pays émergents cherchent à s'assurer.

Ivan ODONNAT

(29) OCDE (2007) : «The role of private pools of capital in corporate governance», *Financial Markets Trends*, n° 92.

(30) O'Neill (2007) : «Sovereign Wealth Funds highlight the changing world-and the need for more», *Global Economics Weekly*, *Goldman Sachs*, 7 novembre.

(31) Johnson (2007) : «The rise of Sovereign Wealth Funds», *Finance & Development*, septembre.

(32) Voir Summers (2007) op. cit.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances et de l'Emploi

Direction générale du Trésor
et de la Politique économique

139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Philippe Bouyoux

Rédacteur en chef :

Philippe Gudin de Vallerin

(01 44 87 18 51)

tresor-eco@dgtpe.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos

ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

Janvier 2008

n°27 . Niveau et évolution de la concurrence sectorielle en France
Romain BOUIS

Décembre 2007

n°26 . Les facteurs d'évolution de la dépense publique en France : une rétrospective
Pierre BEYNET, Hervé NAERHUYSEN

n°25 . Les effets du ralentissement immobilier sur la consommation aux États-Unis
Luc EYRAUD, Aurélien FORTIN, Sophie RIVAUD

Novembre 2007

n°24 . Une nouvelle base de données pour «mesurer» les institutions
Nicolas MEISEL, Jacques OULD-AOUDIA

n°23 . Le taux réduit d'impôt sur les sociétés pour les PME
Sébastien RASPILLER