

INTRODUCTION

AUGUSTIN DE ROMANET *

Est-il encore besoin de présenter les fonds souverains mis au jour dans l'actualité à l'occasion de la crise financière et des réactions, parfois excessives, qu'ils ont fait naître chez les différents agents économiques ?

13

L'ÉMERGENCE DE CES NOUVEAUX ACTEURS SE BATIT SUR LES MUTATIONS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

Les évolutions structurelles que connaît aujourd'hui l'économie mondiale sont à l'origine des ressources des fonds souverains. Trois mouvements de fond se conjuguent :

- la demande en produits pétroliers et dérivés, dont la consommation est en constante augmentation. À ce titre, la dépendance des économies industrielles est le gage de la pérennité des transferts financiers vers les fonds souverains, ce qui devrait, à court ou moyen terme, entraîner le retour à des cours plus élevés ;
- la persistance des transferts des capacités de production vers les pays à bas coûts de production, provoquant l'augmentation régulière et constante des parts de marché des pays émergents. Ce mouvement transforme radicalement les données du commerce mondial. Ainsi, aujourd'hui, 75 % de la croissance chinoise vient des marchés extérieurs ;
- le niveau d'endettement croissant des économies développées, amorti par les placements considérés jusqu'ici comme sans risques par les

* Directeur général de la Caisse des dépôts.

économies excédentaires. En corollaire, l'absence de marchés financiers régionaux productifs et organisés contraint l'épargne abondante, publique et privée des pays émergents, à transiter par les marchés occidentaux, essentiellement américains.

L'origine de la richesse de ces « réserves excédentaires en quête de placement », comme certains auteurs les qualifient, provient ainsi de ressources minières, salariales et financières. La philosophie de leur « contrat » est de capitaliser l'abondance de revenus d'aujourd'hui, de préférence dans des secteurs diversifiés au regard de l'origine de leur richesse, afin d'en favoriser le transfert vers les générations futures. L'idée selon laquelle la fortune issue de l'exploitation des sols et des sous-sols n'est une ressource ni renouvelable, ni de long terme, est une donnée parfaitement intégrée par les pays bénéficiant de cette manne. Il convient donc, au titre de l'éthique intergénérationnelle, de pérenniser cette ressource, la solution consistant à la transformer en revenus permanents, accessibles sur le long terme. De même, les pays actuellement en situation de forts excédents commerciaux et/ou de change savent que ces richesses ne peuvent être que conjoncturelles. En effet, dans les conditions actuelles de changes flottants, l'accumulation des réserves au sein des banques centrales des pays excédentaires a remplacé l'appréciation de la monnaie ; or, comme il ne peut être envisagé durablement que les gouvernements des pays émergents continuent à s'opposer à l'appréciation de leurs devises contre le dollar, cette ressource est également en voie de diminution.

14

Toutefois, la rapide évolution des sommes en jeu - environ 3 000 Md\$ de capitalisation des fonds souverains avant la crise, qui pourraient atteindre entre 10 000 Md\$ et 15 000 Md\$ en 2015 - doit s'apprécier au regard des autres actifs gérés dans le monde. Ces montants sont ainsi à comparer, avant la crise, aux 20 000 Md\$ drainés par les assureurs et aux 25 000 Md\$ gérés par les fonds de pension. Ils représentent moins que la capitalisation d'une grande Bourse (15 000 Md\$ pour le NYSE), beaucoup moins que les actifs gérés par les investisseurs institutionnels des pays développés (53 000 Md\$) ou par les banques (63 000 Md\$) (source : chiffres FMI, 2007). C'est plus la concentration de ces richesses entre des acteurs au demeurant peu nombreux et leur liberté d'utilisation de ces ressources en l'absence de passif qui produisent une réelle appréhension sur les marchés. En effet, quand les fonds souverains achètent des obligations américaines, ils garantissent à la fois la solvabilité de leur débouché commercial et « l'équilibre » financier et social de leur meilleur client. Cette « influence implicite » sur l'économie américaine met en lumière le renforcement ininterrompu de la force de frappe de ces opérateurs économiques.

Aujourd'hui, après avoir été le produit des mutations de l'économie, les fonds souverains font donc partie des quelques acteurs privilégiés qui dessinent les nouveaux contours de l'économie mondiale.

*LES FONDS SOUVERAINS
CONTRIBUENT À L'ÉTABLISSEMENT
DU NOUVEL ÉQUILIBRE FINANCIER MONDIAL*

Afin d'honorer le contrat implicite qui est à la base de la constitution des fonds souverains, l'impératif de revenu récurrent sur le long terme devient fondamental.

Les avoirs des fonds souverains restent bien inférieurs à ceux des banques centrales. En Chine, par exemple, les réserves de la Banque centrale s'élèvent à 1 300 Md\$ alors que la dotation de la China Investment Corporation est de 200 Md\$. C'est dire qu'il existe potentiellement encore de la marge pour renforcer les fonds. Une nouvelle étape sera donc le déversement des excédents des banques centrales vers les fonds souverains.

La deuxième observation porte sur les allocations de ces investisseurs publics que sont les banques centrales : elles restent essentiellement orientées vers des actifs obligataires traditionnels, sécurisés certes, mais d'un rendement trop faible. L'optimisation du recyclage des capitaux des pays excédentaires par des investisseurs publics (fonds souverains) ou des entreprises met en place une nouvelle configuration des allocations d'actifs : la structure plus flexible, moins administrative des fonds souverains, autorise ces derniers à mieux accepter le risque, à dynamiser leur gestion, à envisager pour leurs avoirs de nouveaux horizons de temps. À la recherche de rendements supérieurs, ils privilégient les horizons de placements longs, se lancent dans les obligations de grandes entreprises ou dans les actions de grandes sociétés : ainsi, se dessine le renforcement du poids des actions, à l'instar du fonds norvégien, dont l'objectif annoncé est d'atteindre les 60 % en actions en 2010.

L'orientation long terme des fonds souverains reste conforme au « contrat » puisqu'elle les autorise à intervenir sur des projets dont la rentabilité doit s'apprécier sur longue période, comme ceux du secteur des infrastructures. Dans les pays à rente, ce type d'investissement lisse les revenus de court terme en l'indexant sur le long terme, et permet d'assurer la transmission d'une partie de la rente aux générations futures. Cette démarche long-termiste qui commence à animer les fonds souverains, associée au potentiel de projets qui se dégage de leur richesse, pourrait les inciter à réorienter profondément leurs allocations. Ainsi, dans les pays où les besoins d'investissement du marché intérieur

sont très vastes et s'expriment fortement (comme la Chine), ils pourraient être tentés par des investissements en infrastructures sur leurs propres territoires. Cette démarche aurait l'avantage à la fois de s'inscrire dans le long terme et de prouver leur implication contracyclique.

L'impact sur l'équilibre mondial n'est pas neutre : les fonds souverains interviennent sur une large gamme d'actifs financiers tout en soutenant la croissance de long terme des économies. De plus, en s'écartant du financement à court terme de la dette des économies occidentales, ils les encouragent à assainir leurs propres finances publiques. Enfin, leurs récentes injections de liquidités dans les institutions bancaires et financières fragilisées par la crise financière renforcent leur rôle stabilisateur, tout en les faisant entrer de plain-pied, comme partenaire à part entière, dans le dialogue financier international. Il est sûr que les prises de participation des fonds souverains dans les banques américaines (près de 70 Md\$ ont été investis par les différents fonds souverains au capital des banques des seuls pays développés) sont avant tout des placements de rentabilité, l'achat d'actifs momentanément dépréciés mais viables à long terme, étant le gage de plus-values futures. Toutefois, le marché retient également leur participation directe à la tentative de consolidation financière de ces établissements exposés et, plus largement, voit se confirmer l'émergence de certains pays du Sud comme acteurs majeurs de la mondialisation.

16

Cette représentativité, qui jusqu'à maintenant leur faisait défaut, dans les instances internationales est reconnue, de fait, sur les marchés. Les pays émergents acquièrent, à travers les interventions des fonds souverains, leurs « ambassadeurs financiers », une place à la table des discussions internationales, au moment même où la nouvelle configuration de la finance mondiale se dessine.

NOUVEAUX ACTEURS, NOUVELLES RESPONSABILITÉS ?

Courant 2008, un mouvement d'inquiétude s'est emparé des économies occidentales concernant les prises de contrôle sur les secteurs stratégiques que les fonds souverains étaient, potentiellement, en capacité d'effectuer, et des contre-mesures ont rapidement été lancées aux États-Unis et en Allemagne. En effet, de par leurs origines et leurs objectifs, la plupart des fonds, nouveaux vecteurs d'indépendance des pays émergents, sont étroitement liés au pouvoir politique. Les réponses restent incomplètes même si certains d'entre eux sont d'ores et déjà constitutionnellement (comme le Brésil) ou conventionnellement (comme la Norvège) à l'abri du pouvoir politique. Dégagé du poids administratif et politique qui pèse sur les banques centrales,

non soumis aux pressions à court terme qu'exercent les actionnaires privés, le comportement des fonds souverains peut tout à fait s'aligner sur celui de grands investisseurs publics, indépendants du pouvoir politique.

Simultanément, l'absence de transparence des fonds souverains a également été vivement critiquée, tant il est vrai que l'ignorance relative de la stratégie de nombre d'entre eux pousse les marchés à surréagir. Cependant, aucun fait n'a pu donner corps à ces craintes, tandis que les avancées conduites depuis septembre 2008 sous l'autorité du FMI (Principes de Santiago) ont apaisé les craintes en matière d'opacité. Si les solutions politiques ou diplomatiques semblent difficiles à atteindre, en revanche, des cibles économiques et financières peuvent concourir à une meilleure connaissance de leurs opérations. Ainsi, dans une optique de marché, et sachant que l'information est une donnée essentielle des paramètres de concurrence, l'affichage des cibles de rentabilité ainsi que des résultats intermédiaires et définitifs peut être envisagée. De même, la publication de la manière dont les objectifs sont remplis et l'ensemble des méthodes de sélection et de valorisation employées pour y parvenir pourraient être exigés. Cependant, il convient de relever que l'engagement de transparence a vocation à s'étendre à l'ensemble des acteurs financiers, fonds de pension, *hedge funds*, fonds souverains. C'est dans le sens d'une régulation globale, sans « trou noir », que s'orientent les recommandations faites au G20.

Les fonds souverains, investisseurs publics disposant de fonds publics, prennent d'ores et déjà de nouvelles responsabilités sur l'échiquier économique mondial. Ils interviennent ainsi de plus en plus vers les pays en voie de développement et les pays émergents. Le cadre prudentiel de gestion des fonds souverains garde toute sa cohérence puisque la diversification des portefeuilles est devenue l'un des critères de l'allocation des actifs. Ainsi, l'ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) oriente un septième de ses investissements en actions vers les pays émergents, tandis que la QIA (Qatar Investment Authority) s'intéresse à l'Amérique Latine. Il a été estimé que si les fonds souverains consacraient 10 % de leur portefeuille aux pays émergents et aux pays en voie de développement pendant les dix prochaines années, cela générerait un flux de 1 400 Md\$, soit plus que la totalité de l'aide des pays de l'OCDE vers ces destinations.

Une fois encore cependant, l'objectif reste celui de la rentabilité ; quand la Chine accompagne l'expansion internationale de ses entreprises en investissant massivement en Afrique dans des projets portant sur les ressources naturelles et les infrastructures, c'est un réel coup de pouce attribué à l'économie de ce continent, délaissé par l'ensemble des autres économies depuis des décennies. C'est également l'apparition

d'une ferme et réelle concurrence dans le domaine de l'aide vers les pays émergents et en voie de développement, qui, à terme, pourrait remettre en cause l'influence, voire même la conditionnalité, de l'aide versée par les pays développés.

Les fonds souverains sont devenus aujourd'hui les maillons essentiels d'une chaîne rendue encore plus complexe en raison de la crise financière et de la faillite des théories économiques classiques. L'implication des investisseurs de long terme, avec en leur sein les fonds souverains, est fondamentale : ils contribuent à la reprise et à l'équilibre des marchés financiers. Dans ce domaine, l'information joue un rôle primordial. Aussi, le contenu de ce numéro spécial, qui réunit les analyses des meilleurs experts, est destiné à apporter un éclairage sur certains points restant à découvrir. Par là même, la compréhension que nous pouvons acquérir sur ces nouveaux acteurs est étroitement liée à notre connaissance mutuelle : le large éventail des contributions qui concourent à la réalisation de cet ouvrage est un premier pas vers celle-ci.