

# FONDS SOUVERAINS : SOLUTION À LA CRISE ?

JEAN-PAUL BETBÈZE \*

**L**a crise que nous vivons est si profonde qu'il n'est pas surprenant d'attendre « de l'extérieur » la solution aux crises financières, puis bancaires, puis réelles, qui secouent actuellement notre monde développé. Et ceci, même si cet « extérieur » se présente sous la forme de ressources financières, accumulées sous la responsabilité de pouvoirs monarchiques ou quasi monarchiques. Car d'où vient donc cet or caché qui doit nous sauver ? Et d'ailleurs, que signifie : nous sauver ? S'agit-il, pour certains pays, de racheter, pour pas cher, les joyaux du capitalisme financier américain ou européen ? Faut-il s'en inquiéter, dire que « c'est bien fait (pour nous) », que « c'est bien fait », ou, plus court encore, que « c'est bien » ? Ou allons-nous commencer à réagir ?

Les fonds souverains se trouvent en effet au centre d'une situation nouvelle. Ils sont en passe de jouer un rôle stratégique dans une crise que les pays développés, États-Unis au premier plan, ont créée. Et ils vont en profiter. Les États-Unis l'ont en effet créée, consommant des années durant, sans épargner, et comptant sur les pays qui leur fournissaient des biens et services pas chers pour, en sus, les financer. Le grand déséquilibre mondial s'installait ainsi : d'un côté, les pays riches n'épargnent pas, États-Unis en tête, d'un autre, les pays dits pauvres les financent en leur important en même temps de la désinflation, ce qui alimente des taux nominaux longs bas. C'est le fameux *conundrum*, l'énigme des taux longs bas souligné en son temps par Alan Greenspan, autrement dit un financement peu regardant et à d'excellentes conditions. Les fonds financent et accumulent. Ils avancent masqués ; en même temps, ils masquent les problèmes.

165

---

\* Chef économiste de Crédit Agricole SA, professeur à l'université Paris Panthéon-Assas.

Donnons une définition générale : les fonds souverains sont des véhicules publics de financement. Ils gèrent ou administrent des fonds publics et les investissent selon des règles qui leur sont propres. Indiquons une mesure<sup>1</sup> : 2 500 Md\$ seraient recensés, 3 000 Md\$ selon certains, 15 000 à 18 000 Md\$ dans une dizaine d'années, soit une progression annuelle moyenne de 20 % ! Bien sûr, toutes ces estimations dépendent des marchés financiers : les valeurs boursières ont baissé, les valorisations obligataires ont crû. Qu'en est-il du total ? Sans doute une baisse, mais à comparer avec des chutes boursières plus importantes encore. Ceci a permis des achats significatifs et en permettra d'autres, sans doute au moment où le retournement sera davantage perceptible. Le pouvoir des fonds a donc toute chance de s'accroître dans la crise actuelle.

### *DEUX SORTES DE FONDS SOUVERAINS ?*

Les ressources de ces fonds viennent de l'exploitation de deux rentes : minières avec le pétrole et le gaz, salariales avec l'écart entre le coût de la main-d'œuvre des pays émergents et celui des pays développés auxquels ils vendent<sup>2</sup>. Les fonds souverains d'aujourd'hui s'alimentent au nouvel or du monde : l'énergie, et à la nouvelle théorie économique dominante du monde : le mercantilisme des pays en rattrapage<sup>3</sup>, un mercantilisme qui profite de la crise en cours. Cette différence explique que les fonds « rentes » accroissent leurs avoirs en monnaies internationales, mais sans entrée dans leur économie nationale, tandis que les fonds « salaires », qu'on nomme officiellement fonds « taux de change », accumulent à partir des réserves liées au fonctionnement même de leur économie. Il ne faudrait cependant pas tirer de cette différence l'idée que les uns sont moins politiques que les autres, sous prétexte qu'ils seraient moins monétaires. En réalité, les fonds chinois ou russes sont directement liés au change, donc directement politiques si on veut, les autres indirectement (parce qu'ils représentent des usages alternatifs des ressources et que les marchés financiers savent bien ce qui se passe en Norvège, par exemple !). Ce qu'on peut donc dire, c'est que les fonds « salaires » sont directement liés au change, donc directement politiques, les autres indirectement. En fin de compte, le contenu politique est partout présent.

Car ces fonds sont souverains. Leur logique de développement peut ne pas être seulement celle de la résistance aux crises de change et aux chocs, comme au début pour la Chine, ni même le bien-être de la population sur une plus longue période, dans une perspective intergénérationnelle, quand les ressources seront plus rares ou épuisées, comme pour le fonds norvégien. Leur logique pourrait intégrer des

idées de puissance, au moins d'influence, de force peut-être. Et ceci selon que le pays souverain est peu ou pas transparent, intégré de telle ou telle manière au concert des nations (Russie, Chine, Arabie Saoudite, Koweït).

### *DEUX COMPORTEMENTS DES FONDS SOUVERAINS ?*

Accumulateurs d'abord. La croissance américaine à tout prix, une croissance sans épargne antérieure, ne peut que conduire à des cycles plus chahutés, avec leurs montées boursières et leurs solutions monétaires (fortes baisses de taux) et budgétaires (forte montée du déficit) en phase de retournement. En même temps, cette croissance mondiale plus forte, sous égide américaine et sous contrainte d'inflation faible sous l'égide des politiques monétaires, conduit (pour qu'elle se poursuive) à trois changements structurels :

- une demande constamment plus forte en produits énergétiques, sachant que les États-Unis refusent (jusqu'à présent) d'appliquer des règles d'économie d'énergie. Ils se mettent, de fait, sous la dépendance croissante des grands fournisseurs ;

- un endettement croissant : c'est la recherche d'un niveau toujours plus élevé de *return on equity*, où il s'agit d'avoir le plus haut niveau de rentabilité en le mettant face au niveau le plus faible de fonds propres. En montée de cycle, cette combinaison dope la rentabilité du capital. Mais elle expose à une très forte volatilité en phase de retournement, puisque le capital est le collatéral chichement mesuré de cette stratégie. La crise des *subprimes* est exemplaire de cette logique, poussée à l'extrême : les crédits se faisaient par des organismes spécialisés (SPV, *special purpose vehicle*) à des ménages particulièrement fragiles et sans fonds propres ;

- une politique de désinflation aussi longue et crédible que possible. Dans ce contexte, on peut compter sur l'efficacité et la crédibilité des politiques monétaires de la Fed et de la Banque centrale européenne. Mais elles sont d'autant plus aisées à réaliser que les pays émergents à forte main-d'œuvre exportent des produits pas chers. La Chine organise une désinflation mondiale majeure. Elle permet aux pays importateurs de voir leur niveau de vie augmenter en important sa désinflation. En contrepartie, elle voit ses réserves augmenter, d'autant qu'elle entretient un lien « géré » avec le dollar. Plus le temps passe, plus les réserves chinoises montent et plus les pressions naissent pour une appréciation du yuan ; autrement dit, plus la dette américaine augmente et plus la tentative de la dévaloriser par la baisse du dollar croît. Une situation ingérable dans la durée.

Il n'est donc pas excessif de dire que les fonds souverains des uns sont

le miroir des excès des autres. Et quand Ben Bernanke parle de l'excès d'épargne<sup>4</sup>, avec ses avantages et ses risques, il préfère (bien sûr) que les pays émergents développent leurs demandes internes. Mais l'histoire montre que le développement de cet excès d'épargne a trouvé un autre usage : le recyclage dans l'achat des passifs des pays riches, les dettes publiques, en attendant de s'intéresser aux actifs, les actions actuellement dépréciées, des pays riches ! Les fonds souverains accumulent et s'appêtent à changer de supports.

Amortisseurs ensuite. Par temps de crise financière, quand les fonds souverains interviennent dans des banques en difficulté temporaire (et quelles banques !), Citigroup, Bear Stearns, Morgan Stanley, Merrill Lynch aux États-Unis ou Fortis en Europe, avec des conditions avantageuses, on mesure que les conditions ont changé, qu'ils l'ont compris, et tout le monde leur en sait gré. Elles ont bien changé depuis le temps (pas si lointain) où les États-Unis s'étaient opposés à des achats de sociétés d'exploration pétrolière ou d'exploitation portuaire. Elles ont bien changé, surtout, puisque personne ne réagit à ces achats ! C'est donc bien que la question de la solvabilité américaine était en train de se poser.

Dans ce contexte, il est assez normal de ne pas diaboliser les fonds, d'autant que personne n'a plus les moyens de faire sans eux, ni ne céder à des tendances protectionnistes, plus dangereuses encore. Mais il est tout aussi normal de ne pas les angéliser, surtout de ne pas rester sans réactions. L'arrivée de ressources nouvelles, moins averses au risque, est un apport positif aux activités où la recherche est importante et où l'innovation est élevée. Ainsi, il est clair que l'Europe, comme les États-Unis, doit rester ouverte aux investissements étrangers. Ils doivent refuser une opposition ou une suspicion de principe. Ce qui ne veut pas dire ne pas surveiller et ne pas édicter de codes de bonne conduite.

### *DU CÔTÉ DE LA POLITIQUE*

C'est bien pourquoi les analyses strictement économiques qui portent sur ces fonds sont partielles. Certes, il est d'abord nécessaire de mettre l'accent sur les deux opportunités qu'ils représentent : leur importance régulièrement croissante, liée à leurs sources ; leur aversion au risque supérieure à celle des investisseurs plus classiques, liée à leur logique. Les fonds souverains ne sont pas un « gros fonds de pension », comme on les présente souvent, en prenant l'exemple du modèle norvégien, assez unique. Ils sont là pour intervenir plus longtemps, plus massivement, en prenant des positions plus risquées. Au nom de quoi ?

Avant de répondre, il faut mettre l'accent sur la contradiction économique et financière de ce type d'investissement. Par sa taille, il n'assure plus seulement son auteur contre les risques de choc, mais aussi son destinataire et, en premier lieu, les États-Unis. Dit autrement, quand la Chine achète les bons du Trésor américain, elle n'assure pas seulement la quantité de ses débouchés, elle en garantit aussi la qualité, autour de certaines limites bien sûr, sous les espèces de la qualité de son créancier, c'est-à-dire de sa monnaie. Dans cette perspective, l'achat de bons du Trésor américain constitue à la fois la possibilité de voir se développer le déficit américain, mais aussi de le moduler. Et quand les pays exportateurs de pétrole achètent des titres de dette publique, on peut dire qu'ils transforment un actif réel qu'ils ont vendu en un actif financier, mais on ne peut nier non plus qu'ils ont quelque intérêt à la stabilité de leur investissement. Et quand les experts notent que les fonds devises (que nous appelons salaires) sont tributaires des taux de change dans leur progression, faisant allusion directe au taux de change politique du yuan chinois par rapport au dollar américain, on ne peut oublier que les monnaies des Émirats et d'Arabie Saoudite sont (encore) strictement liées au dollar.

Jamais, en matière de fonds souverains, on ne peut séparer l'économie du politique. La rationalité économique des choix n'est pas indépendante des sources économiques du fonds, c'est-à-dire de leur nature (rente minière ou salariale), mais plus encore de la base politique qui détermine les règles de fonctionnement qu'il se donne. Une base qui conduit toujours, directement ou indirectement, à des questions de taux de change. Autrement dit, les fonds souverains participent à la solvabilisation de leurs clients, donc à la leur même ! Mais cette logique circulaire est peut-être en train d'atteindre ses limites. Car la crise américaine qui conduit à accroître le besoin américain de financement est celle-là même qui fait baisser les prix des ressources pétrolières et des importations américaines, ressources des fonds souverains. On risque de s'inquiéter bientôt des manques de fonds... des fonds !

169

*LA VRAIE RÉPONSE AUX FONDS DES AUTRES :  
LES NÔTRES !*

Dans ce contexte, hors des États-Unis qui sont plus affectés que nous par la crise, il n'est pas exclu de penser que la meilleure réponse aux fonds souverains est celle des fonds européens eux-mêmes. L'Allemagne ou la France seraient mieux à même de se demander s'ils pourraient manifester ainsi leurs pouvoirs, renforcer en même temps leur vertu et se donner les moyens de leurs réformes. Dans ces deux pays au moins,

les ressources financières manquent, notamment pour les fonds de retraite par capitalisation et la modernisation publique. De leur côté, les grandes entreprises n'ont pas les moyens de leur extension, et les PME moins encore. Le temps de nouveaux fonds est peut-être venu.

### NOTES

1. Riadh El Hafdh, « Sud-Nord : les fonds souverains Roi ? », *Éclairages* n° 117, décembre 2007.
2. On peut exprimer les choses d'une façon plus polie, en mettant en avant les effets d'allocation interne de ces ressources : « Dans les pays producteurs de pétrole, l'accumulation d'actifs internationaux provient d'une ressource nationale le plus souvent détenue, exploitée ou taxée par l'État : il s'agit donc bien d'une richesse publique. En revanche, l'accumulation d'avoires de réserve de change dans des fonds d'investissement souverains concrétise une intervention publique dans l'allocation et l'orientation de l'épargne privée. Se pose alors la question du mode de gestion de ces fonds. » (Christian Noyer, « Réflexions sur la stabilité financière internationale », Société d'Économie Politique, 18 décembre 2007).
3. Christian Noyer, « Les implications systémiques de l'accumulation des réserves de change », Salzburg Seminar, 1<sup>er</sup> octobre 2007 : « Dans une série d'articles, Dooley, Garber et Folkerts-Landau ont indiqué que ce qu'ils qualifient de « nouveau Bretton Woods » pourrait fournir une explication cohérente des tendances en matière de déséquilibres des comptes courants et d'accumulation des réserves. Selon eux, les économies émergentes d'Asie suivraient des stratégies de croissance tirée par les exportations en maintenant délibérément une sous-évaluation de leur taux de change, tout en finançant le déficit courant américain, les États-Unis étant un de leurs principaux débouchés. Ils supposent également que d'importantes réserves de change peuvent avoir été accumulées « en garantie » des investissements directs étrangers. Cette interprétation met en lumière la responsabilité partagée des profils de consommation aux États-Unis et de la dynamique de croissance en Asie émergente dans la formation des déséquilibres mondiaux des transactions courantes ».
4. Ben S. Bernanke, *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit*, 14 avril 2005.