

LES FONDS SOUVERAINS : DES INVESTISSEURS À LONG TERME EN MAL DE STRATÉGIES EFFICACES

MICHEL AGLIETTA *

Les fonds souverains ont défrayé la chronique à l'automne 2007 lorsqu'ils ont volé au secours de Wall Street. Bien mal leur a pris, car ils ont fait des pertes abyssales sur ces investissements. À la même époque, les gouvernements français et allemand, ainsi que des parlementaires américains, se sont émus de la soi-disant menace de ces fonds, accusés de vouloir prendre des intérêts vitaux dans les économies occidentales. L'opportunité d'une riposte vengeresse par une législation discriminatoire a été brandie.

357

Au début de 2009, alors que la crise balaye le monde entier, le bruit et la fureur sont retombés. On peut faire un examen plus sobre de cette catégorie d'investisseurs financiers. On soulignera la puissance financière limitée des fonds souverains et leur potentiel de développement, ainsi que leurs objectifs et leurs principes de gouvernance. On se fera l'écho de l'effort pour élaborer une charte commune des investisseurs et des pays hôtes, esquissée dans les Principes de Santiago. Puis on s'intéressera à leurs allocations stratégiques et on en soulignera la diversité. Enfin, on évoquera à quel point les déboires des fonds dans la crise devraient les inciter à améliorer leurs stratégies.

PUISSANCE FINANCIÈRE ET POTENTIEL DE DÉVELOPPEMENT

Les fonds souverains sont des fonds perpétuels. Sans engagement contractuel vis-à-vis d'épargnants individuels, ils ne sont pas soumis à des contraintes de liquidation de l'actif ou de paiement contractuel pour honorer le passif. Ils ont pour mission de faire prospérer une

* Professeur à l'université de Paris X Nanterre, conseiller scientifique au Cepii et à Groupama-am.

épargne collective que leur confie la puissance publique. Leurs objectifs sont établis par la tutelle politique. Il s'agit de préserver la valeur réelle de la richesse collective en gérant des risques macroéconomiques, des prix des produits de base ou de change. Il s'agit aussi de réaliser un rendement à long terme en assumant les risques du développement durable et de la transition démographique.

La puissance financière des fonds souverains, considérés comme une catégorie d'investisseurs financiers regroupés selon cette définition, est encore très petite eu égard à celle des investisseurs institutionnels, qu'ils soient de long terme ou non (cf. tableau 1).

Tableau 1
Actifs sous gestion des investisseurs institutionnels
et des investisseurs de long terme en 2006
(Md\$)

Investisseurs institutionnels sans engagement de passif	Investisseurs de long terme		Actifs sous gestion
	Investisseurs institutionnels avec engagement de passif contractuel	Investisseurs sans engagement de passif contractuel	
Fonds communs de placement			19 300
Fonds de pension à cotisations définies			10 800
	Fonds de pension à prestations définies		10 800
	Compagnies d'assurance		18 500
		Fonds souverains et fonds de réserve publics	2 500
		Fonds de dotation universitaires	300
Total : 30 100	Total : 29 300	Total : 2 800	Total : 62 200
	Total inv. de long terme : 32 100		

Sources : Morgan Stanley ; FMI ; Mac Kinsey (2007).

Les fonds souverains au sens large, c'est-à-dire incluant les fonds de réserve des retraites établis dans certains pays pour régulariser la retraite par répartition lorsque le taux de dépendance va monter fortement avec l'onde de choc de la transition démographique, font 4 % de l'épargne institutionnelle accumulée et 7,8 % de l'épargne investie à long terme selon les meilleures sources disponibles.

Le potentiel de développement est fort incertain, d'autant que la croissance des fonds issus du transfert des réserves de change dépend de décisions souveraines et de l'évolution des régimes de change qui gouverne l'accumulation des excédents et l'orientation des flux de capitaux. Les projections du FMI conduisent à un montant d'actifs de 10 000 Md\$ en 2012 et 12 000 Md\$ en 2015. Avec une hypothèse de croissance inférieure des réserves de change et une allocation de 25 % aux fonds souverains à la fin de chaque année, une recherche de la compagnie financière CM-CIC Securities parvient à un montant, sensiblement inférieur, de 7 500 Md\$ en 2012. Ce montant approcherait 9 000 Md\$ si l'on suppose que le Japon, l'Inde et le Brésil se dotent de fonds souverains. Quelle que soit l'incertitude quantitative, on peut convenir que les fonds souverains vont être des acteurs financiers dont le poids et l'influence se feront sentir dans le système financier global.

LA GOUVERNANCE DES FONDS SOUVERAINS ET LES PRINCIPES DE SANTIAGO

L'opacité des fonds souverains est une critique récurrente qui leur est adressée de toutes parts. Pour la pallier, le FMI a créé, en mai 2008, un groupe de travail international (International Working Group of Sovereign Wealth Funds - IWG). Ce groupe très large de fonds souverains a également accueilli des représentants de l'OCDE, de la Banque mondiale et du gouvernement des États-Unis. Il a mené une enquête parmi ses membres dont les principaux résultats sont rassemblés dans le tableau 2 (ci-après).

359

On remarque que la composition des conseils d'administration et de surveillance des fonds est assez équilibrée. En effet, les conseils dans lesquels les représentants du gouvernement sont majoritaires ne représentent qu'un peu plus d'un tiers du total des fonds. Les objectifs sont surtout de gérer le risque de l'épargne nationale à long terme, notamment les menaces de dévalorisation liées à la baisse du dollar, suivis par la prise en charge des retraites par capitalisation. 21 % des fonds souverains sont des fonds de pension. Ceux qui ont des objectifs de rendement sont minoritaires. On est donc aux antipodes des bras armés des gouvernements à l'assaut des forces vives de l'Occident. Enfin, la majorité des fonds sont responsables, soit directement, soit par le truchement du ministère des Finances, devant le Parlement qui est le contrôleur en dernière instance de l'adéquation de leurs stratégies à leurs missions.

Tableau 2
Caractéristiques générales des fonds souverains

1. Statut politique	
Composition des conseils d'administration ou de surveillance	En % des réponses
• Représentants gouvernementaux majoritaires	36
• Représentants gouvernementaux minoritaires	32
• Pas de représentation gouvernementale	32
2. Sources de financement	
	En % des réponses
• Revenus de la vente des matières premières	65
• Transferts des réserves de change	15
• Divers	20
3. Objectifs	
	En %
• Stabilisation de l'épargne à long terme	65
• Engagements sur les retraites futures	21
• Rendements à long terme	14
4. Gouvernance : responsabilité du conseil devant les représentants de la nation	
	En % des réponses
• Responsabilité du ministère des Finances	37
• Responsabilité de la direction du fonds	21
• Pas de responsabilité devant le Parlement	21
• Audit par le Parlement	16

360

Les fonds souverains, étant des investisseurs financiers à long terme, se comportent comme tels. Les caractéristiques de leur passif leur donnent la possibilité d'exercer une force stabilisante dans les marchés financiers globaux. En effet, ils n'ont pas de levier d'endettement ; ils n'ont pas de besoin de liquidités ; ils ne menacent pas de racheter leurs avoirs et ne créent donc pas de pression de liquidités sur les tiers. Enfin, ils ont une capacité à prendre des risques sur des investissements à longue durée. Cela les met en opposition complète aux banques d'investissement, *hedge funds* et autres intermédiaires de marché dont les comportements ont provoqué la crise financière.

Parce que les fonds souverains gèrent de l'argent public pour des montants considérables, ils doivent rendre des comptes sur leurs structures de gouvernance et sur la réalisation des objectifs d'investissement que la puissance publique leur assigne et que leurs conseils de surveillance contrôlent.

Le 11 octobre 2008, le groupe de travail international précité (IWG) a achevé la première étape de ses travaux sous la forme de 24 principes,

les GAPP (General Accepted Principles and Practices) ou Principes de Santiago. Il s'agit d'un guide des pratiques d'investissement et de gouvernance des fonds souverains. Les GAPP visent à concilier les intérêts de différentes parties prenantes, les gouvernements du pays d'origine et du pays d'accueil, les acteurs de marché et le public en général. Leur respect est crucial pour que les fonds souverains soient considérés comme des investisseurs institutionnels dignes de confiance.

Du côté des pays récipiendaires, l'attente d'une approche coordonnée s'est faite jour pour déterminer les règles d'entrée des capitaux apportés par les fonds souverains dans les économies occidentales. À l'automne 2007, les ministres des Finances du G7 ont confié à l'OCDE le soin de définir les principes que devraient suivre les investissements étrangers. L'heure était bien choisie, puisque les premiers craquements bancaires laissaient prévoir des besoins de recapitalisation. Le 4 avril 2008, le comité d'investissement de l'OCDE a publié un rapport intérimaire sur les fonds souverains et les politiques des pays bénéficiaires. Un rapport final est attendu en 2009.

Le rapport intérimaire salue l'apport des fonds souverains à la stabilité financière. Il reconnaît leur expertise en tant qu'investisseurs à long terme, leur contribution au recyclage des capitaux et leur participation au développement économique de leurs pays. L'organisation internationale considère que les principes généraux de l'investissement étranger doivent s'appliquer aux fonds souverains : non-discrimination, clarté sur les restrictions, gel de toute nouvelle restriction, pas de clause de réciprocité. En aucun cas la nature de la propriété ne doit être un critère pour juger de la qualité d'un investissement. L'apport de capital pour financer des opportunités d'investissement dans le pays d'accueil est la motivation essentielle. Les clauses de sécurité nationale doivent être définies et justifiées précisément et ne pas être des prétextes pour imposer de nouvelles restrictions.

361

LES ALLOCATIONS STRATÉGIQUES DES FONDS SOUVERAINS

Il existe deux grandes catégories de fonds souverains du point de vue de l'origine de l'épargne qu'ils ont mission d'investir. Les plus anciens sont alimentés par l'épargne tirée de la vente des ressources naturelles par les pays du Golfe. Les plus récents, surtout asiatiques, à l'exception des deux fonds souverains de Singapour qui datent de 1974 et 1981, ont des ressources qui viennent du transfert d'une partie des réserves de change.

Pour ceux dont les pays tirent l'épargne de la vente des ressources naturelles, la diversification s'impose par acquisition d'actifs étrangers

dans de nombreux secteurs d'activité. En outre, l'État leur donne l'objectif de participer au financement des systèmes sociaux pour les générations futures. Dans la mesure où ce type de fonds souverains émane de pays dont la population est jeune, les actions doivent être largement prépondérantes, jusqu'à 90 % du portefeuille. Parmi le portefeuille d'actifs risqués, il leur faut choisir des actifs dont les facteurs de risque sont corrélés négativement avec les facteurs de risque des ressources dont ils tirent le capital à investir.

Un pays qui a de larges réserves agricoles ou minières doit diversifier ses actifs dans des investissements en actions étrangères comportant des secteurs et des devises corrélés négativement aux variations des profits tirés des activités nationales dominantes et à la monnaie nationale. Ainsi, les fonds des pays du Golfe ont un intérêt très prononcé pour les actions occidentales. Par exemple, le fonds du Koweït, qui est géré professionnellement, a un portefeuille très diversifié entre actions et obligations et en zones géographiques. Trois catégories d'actions sont recherchées : les *blue chips*, les valeurs de croissance, les valeurs sous-estimées à fort potentiel de rebond. Les obligations combinent des titres d'État, d'agences à garantie publique et d'entreprises de bonne notation.

362

Le fonds norvégien est intégré au budget de l'État et géré par la Banque centrale (Norges Bank). Il est issu d'un fonds pétrolier qui a été récemment transformé en capital diversifié. Son horizon est multigénérationnel. L'objectif ultime est la protection de la valeur du capital jusqu'à l'infini. L'actif de base est obligataire. Cependant, les marchés des obligations indexées ne sont pas assez profonds pour garantir la protection de la valeur réelle du capital contre le risque inflationniste. C'est pourquoi, le choix stratégique a été d'augmenter progressivement la part des actions de 40 % à 60 %. Dans cette perspective, les actions sont vues comme une garantie de rendement régulier à très long terme. Le niveau de risque acceptable associé au rendement moyen est déterminé sur un horizon de cent ans.

Le fonds norvégien a un portefeuille de référence pour le cœur de l'allocation stratégique constitué d'actifs négociables : indices de marché en actions et en obligations. Une *tracking error* est stipulée qui donne les limites supérieures anticipées de déviation par rapport au portefeuille de référence. Les performances relatives au *benchmark* sont publiées régulièrement. La Norges Bank contrôle entièrement le risque du portefeuille. Le suivi des performances est complètement transparent. Les délégations de gestion sont très limitées et le coût de la gestion indiciaire bas. L'allocation stratégique évolue avec les scénarios de long terme. Ceux-ci sont établis sur un horizon de quinze ans à partir d'hypothèses sur les volatilités et les corrélations des actifs qui découlent

de travaux sur les mouvements longs des Bourses et de leurs corrélations avec les taux obligataires.

Parmi les fonds asiatiques, le fonds Temasek de Singapour a développé une philosophie originale de l'investissement à long terme fondée sur une conception des sources de la croissance à long terme dans les pays où il investit. Quatre thèmes ressortent. Le premier concerne les investissements dans les secteurs moteurs de la transformation économique du pays. Le second, les investissements dans les entreprises dont le profit est tiré par la progression du pouvoir d'achat des classes moyennes. Le troisième, les entreprises ayant un bon positionnement dans les avantages comparatifs dynamiques du pays d'investissement. Le quatrième, l'identification des champions émergents. C'est le conseil d'administration du fonds qui décide de l'allocation stratégique. La mise en œuvre n'utilise pas de délégation de gestion. Elle est faite par Government Investment Corporation (GIC) qui emploie 900 personnes dans le monde. Son réseau comporte des bureaux dans les principales capitales financières.

China Investment Corporation (CIC) est un fonds souverain très récent dont on ne connaît pas encore précisément la stratégie. Des informations parcellaires disponibles, on peut induire que le fonds devrait détenir un portefeuille global composé d'actions, d'obligations, de matières premières et d'actifs alternatifs (*private equity, hedge funds*, et immobilier). Il pourrait aussi aider les entreprises chinoises à devenir multinationales pour une petite partie de son capital. Le fonds devrait avoir une approche prudente d'investisseur passif cherchant un rendement modeste, du moins tant qu'il n'aura pas acquis une expertise propre suffisante. Mais les officiels de CIC affirment que leur modèle est Temasek.

363

LES FONDS SOUVERAINS DANS LA CRISE ET APRÈS

La crise financière a infligé d'énormes pertes aux fonds souverains comme aux autres investisseurs. Une estimation indique que les fonds souverains du Golfe (incluant les fonds de réserve de change) auraient perdu 350 Md\$, soit 27 % de la valeur des actifs en 2008. C'est une perte voisine de celles des fonds de pension occidentaux.

Ces pertes ne sont pas seulement la conséquence inévitable de baisse simultanée de l'ensemble des actifs risqués qui a rendu la diversification largement caduque. Selon Deutsche Bank Research, certains fonds souverains ont fait des investissements aventureux et concentrés dans les systèmes financiers occidentaux qui étaient des aberrations par rapport à une diversification prudente.

Dans les 18 mois jusqu'à juillet 2008, ils ont investi 92 Md\$ dans

la finance mondiale dont 60 Md\$ aux États-Unis, contre 7 Md\$ environ dans les autres secteurs. Beaucoup de ces investissements ont été de gros apports de capitaux dans des banques ciblées. Cette stratégie a concentré les risques qui ont provoqué d'énormes pertes. Lorsque ces investissements ont été faits fin 2007 et début 2008, ils l'ont été à des cours boursiers jugés faibles par comparaison historique. Les fonds souverains croyaient faire de bonnes affaires. Mais depuis les différentes dates de ces investissements, les cours boursiers des banques concernées ont baissé de 19 % à 66 %. Les restructurations et recapitalisations en cours ne vont pas manquer d'avoir des conséquences néfastes plus accusées encore pour les fonds souverains qui sont des créanciers subordonnés ou des actionnaires passifs.

Un changement profond de stratégie est donc en cours. En même temps, que les fonds souverains ont conclu avec l'aide du FMI une charte d'investissement (Principes de Santiago), ils cherchent à diversifier leurs portefeuilles vers d'autres secteurs que la finance et d'autres régions que les États-Unis. Les fonds souverains doivent se doter d'outils de gestion d'investisseurs à long terme pour atteindre des objectifs de rendement réel tendanciel sous contrainte de prudence vis-à-vis des fluctuations du cycle financier. Si plus de 50 % des fonds utilisent des mesures de *value-at-risk*, fort peu se sont dotés de méthodes pour effectuer des tests de stress sur la robustesse de leurs portefeuilles aux facteurs de risque extrême. Une amélioration sensible de leur gouvernance interne dans la définition des stratégies et dans le contrôle des risques est donc à l'ordre du jour.

Un redéploiement de l'allocation vers la sécurité est prévisible. Mais il s'accompagne d'un engagement accru dans les économies nationales. Car la crise entraîne la dépense publique pour tenter de tirer les économies hors de la récession ou de les empêcher d'y entrer. En Chine, par exemple, où un plan de relance budgétaire de grande taille est mis en place, l'offre de titres publics va rapidement augmenter. Le fonds souverain CIC, qui investit dans l'économie nationale en même temps qu'à l'étranger, va accroître sensiblement l'achat de titres domestiques. Dans ses investissements étrangers, CIC a une plus grande aversion pour le risque. CIC a, par exemple, vendu ses obligations titrisées de crédits hypothécaires en août 2008 pour acquérir des obligations fédérales américaines.

Mais on ne doit pas s'en tenir aux comportements défensifs au cœur de la crise financière. Celle-ci va changer le régime du crédit et donc les conditions de financement de la croissance. Car il s'agit de la crise générale d'un modèle de financement qui a poussé à l'extrême le levier du crédit. Dans une finance où la capacité d'endettement sera structurellement réduite, les fonds souverains auront un rôle important

à jouer pour apporter des fonds propres. Ils pourront contribuer à une diminution ordonnée du désendettement en substituant du capital à la dette. La montée en puissance de ces nouveaux acteurs reflétera la diversité des institutions financières du capitalisme.

BIBLIOGRAPHIE

- BETBÈZE J.-P. (éd.) (2008), *Fonds Souverains*, Cahiers du Cercle des Économistes, PUF, avril.
- BLAZY A., COURT P. et PLAGNOL V. (2007), « Fonds Souverains : l'émergence d'un nouveau capitalisme », ESN, CM-CIC Securities, novembre.
- McKINSEY GLOBAL INSTITUTE REPORT (2007), *The New Power Brokers : How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity are Shaping Global Capital Markets ?*, Octobre.
- MILES D. et JEN S. (2007), « G10 : Sovereign Wealth Funds and Bonds and Equity Prices », Morgan Stanley Fixed Income Research, mai.

