

LES FONDS SOUVERAINS : DES ACTEURS CLÉS DANS LA NOUVELLE GÉOGRAPHIE DES RICHESSES

JAVIER SANTISO *

FONDS SOUVERAINS ET NOUVELLE GÉOGRAPHIE DES RICHESSES

Le phénomène actuel des fonds souverains reflète le rééquilibrage des richesses dans le monde. En ce sens, l'essor des fonds souverains s'inscrit dans une tendance de fond, une profonde reconfiguration des équilibres mondiaux que le terme de « découplage » ne suffit pas à dépeindre. Le découplage, expression particulièrement à la mode au sein des marchés financiers en 2007 pour évoquer les asymétries des modèles de croissance affichés par les économies de l'OCDE par rapport à ceux des économies émergentes¹, relève, en fait, d'un monde déjà en voie de disparition, dont la périphérie s'écarte du centre. En vérité, le centre y est de moins en moins central, et la périphérie de moins en moins périphérique. Les classifications traditionnelles du type « économies de l'OCDE/économies émergentes » finissent par relever davantage d'un héritage du passé que de la réalité économique : le Mexique, la Corée du Sud et la Turquie, trois marchés émergents, sont déjà membres de l'OCDE ; et d'autres, comme le Chili ou la Russie, sont en voie d'adhésion.

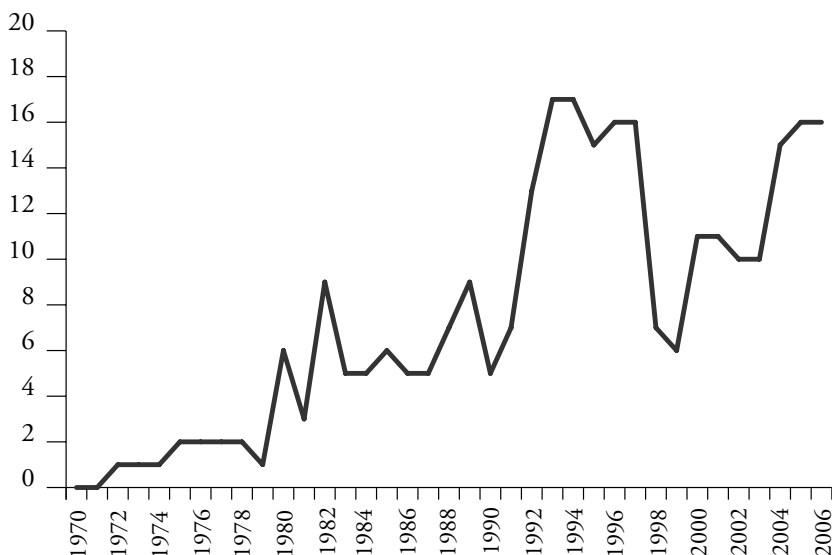
La croissance mondiale n'est plus tirée de nos jours par les pays de l'OCDE, mais par les pays émergents. Il y a cinquante ans, les pays de l'OCDE concentraient 75 % du PIB mondial ; ils ne concentrent plus aujourd'hui que moins de 55 % de la richesse du globe. La

315

* Directeur et chef économiste, Centre de développement de l'OCDE.

Bourse américaine ne compte plus que pour 35 % de la capitalisation mondiale, une tendance en recul par rapport aux 50 % d'il y a juste dix ans. En 2007, la part de l'OCDE dans les investissements directs étrangers (IDE) est tombée à 85 % contre près de 100 % en 1970 (cf. graphique 1). Toujours en 2007, pour la première fois, les économies des marchés émergents ont procédé à davantage d'échanges directs entre elles qu'avec les pays de l'OCDE, un reflet du grand rééquilibrage des richesses et du recyclage financier sud-sud des nouveaux revenus générés par l'envolée des matières premières (HSBC, 2008).

Graphique 1
Part d'investissement direct étranger
en provenance des pays émergents
 (%)



Source : Centre de développement de l'OCDE, 2009, à partir des données de la Cnuceud, Rapport sur l'investissement mondial 2007.

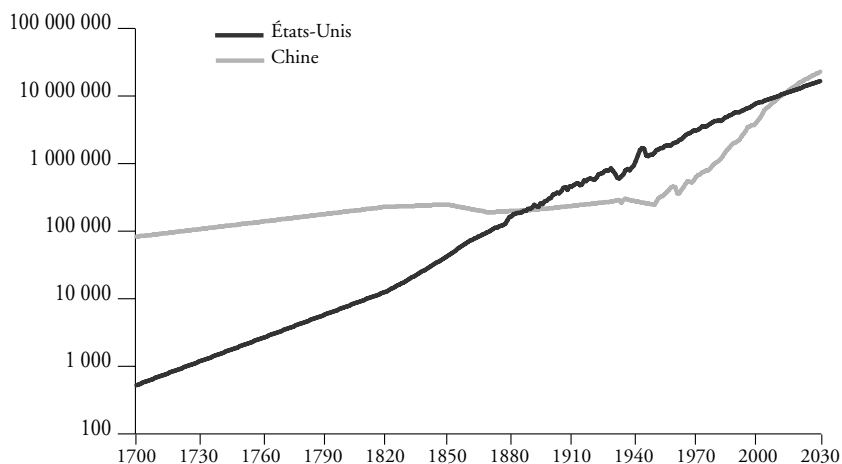
Ce bouleversement est particulièrement frappant si l'on considère les grandes compagnies du monde émergent. Pour ne citer que quelques exemples latino-américains, une société comme ImBev, née d'une fusion entre des brasseries belge et brésilienne, constitue un mouton à cinq pattes représentatif de ces nouvelles multinationales émergentes : il n'est guère facile de la classer ni dans la catégorie des marchés émergents, ni dans celle de l'OCDE. Cemex, le géant mexicain du ciment, a maintenu son quartier général à Monterrey, alors que ses pôles stratégiques et financiers et son centre de recherche se trouvent en Espagne.

Le profil du conglomérat minier brésilien Vale s'est déjà modifié avec l'acquisition du canadien Inco, et ses négociations en cours avec Xstrata, basé en Suisse, devraient parachever sa mutation en acteur mondial de premier plan. Le Brésil s'impose en puissance commerciale mondiale en pénétrant des marchés exotiques comme le Moyen-Orient, l'Afrique ou l'Asie du Sud-Est. Des compagnies comme Vale, Petrobras ou Odebrecht s'infiltrèrent activement sur les marchés africains, tandis qu'Embraer et Marcopolo deviennent de grands acteurs en Chine². Ces *multilatinas* mondiales émergentes, qui ont leur siège en Amérique Latine, suivent un courant qui porte également les compagnies indiennes, chinoises, russes ou sud-africaines, pour ne citer que les plus grandes. On voit avec ironie une société comme Tata, d'origine indienne, s'offrir les joyaux du vieil empire en acquérant tour à tour Corus, Jaguar et Rolls Royce. Ainsi, la périphérie investit massivement le centre.

Certes, les marchés émergents n'ont pas toujours relevé de la périphérie de l'économie mondiale : il serait plus exact de parler de marchés « ré-émergents ». La Chine offre probablement le plus spectaculaire de ces cas de figure : jusqu'au milieu du XIX^{ème} siècle, elle avait représenté plus de 30 % du PIB mondial, avant de décliner pendant une centaine d'années jusqu'à tomber à moins de 5 % en 1950 (cf. graphique 2). En d'autres termes, ce n'est pas nouveau si la Chine retrouve sa place de leader en termes de poids dans l'économie mondiale ; la grande différence entre hier et aujourd'hui est que ce

317

Graphique 2
Niveaux comparatifs du PIB de la Chine et des États-Unis,
1700-2030
(M\$, 1990)



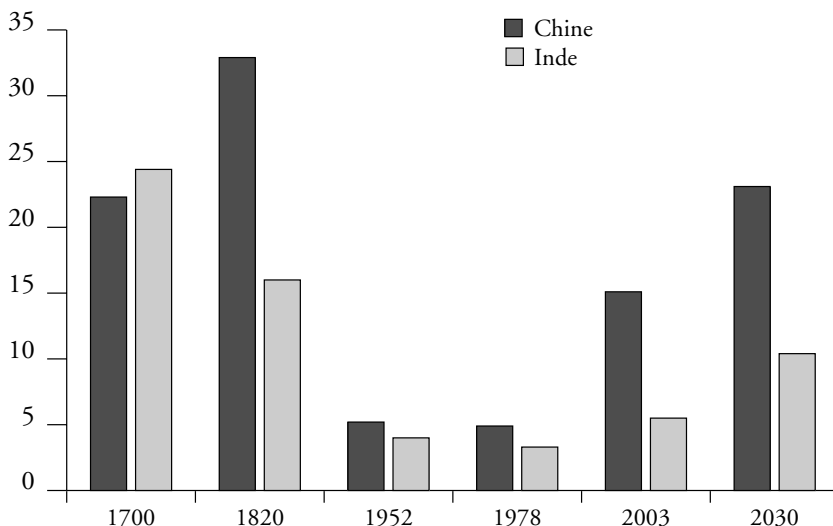
Source : Centre de développement de l'OCDE, d'après Maddison, 2008.

retour en force s'effectue d'une autre manière, la Chine se montrant bien plus ouverte et en phase avec l'économie mondiale qu'elle ne l'avait jamais été auparavant. Selon les calculs d'Angus Maddison³ dans un ouvrage récemment édité par le Centre de développement de l'OCDE, la Chine retrouvera sa place à la tête de l'économie mondiale en termes de PIB à l'horizon 2015. Pour la Banque mondiale, la Chine est en position de retrouver sa place de première économie mondiale dans la seconde moitié du siècle; Goldman Sachs table sur 2025. Quelles que soient les estimations, il est très probable que la génération actuelle sera témoin de ce changement.

Ce qui est vrai pour la Chine vaut également pour d'autres économies, notamment l'Inde qui avait eu un poids important dans l'économie mondiale jusqu'à la fin du XIX^{ème} siècle et qui, elle aussi, est en voie de récupération (cf. graphique 3). Ces locomotives asiatiques étendent aujourd'hui leur influence sur l'ensemble du monde en développement (Avendaño et *al.*, 2008), tout comme sur les économies développées, en devenant exportatrices nettes de capitaux dans l'économie globale. En 2007, la Chine a représenté plus de 20 % des exportations nettes de capitaux, devant le Japon et l'Allemagne. Cette tendance devrait perdurer : selon le FMI, les exportations nettes de capitaux cumulées vont atteindre 3 400 Md\$ au cours de la période 2008-2013.

318

Graphique 3
Part de la Chine et de l'Inde dans le PIB mondial
(%)



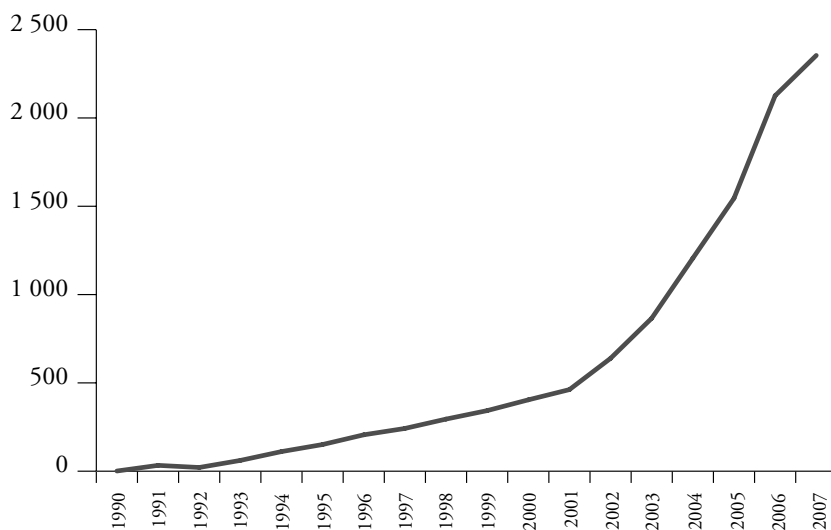
Source : Centre de développement de l'OCDE, 2009, à partir des données de Maddison, 2008.

Ainsi, l'un des principaux événements de l'économie mondiale de la décennie écoulée a été le passage de pays émergents d'une position d'endettement extérieur à une position de détention nette d'actifs à l'étranger, ce que El-Erian a appelé la transition du « régime débiteur » au « régime créditeur » (El-Erian, 2008 ; lire aussi sur ce point : Pimco, 2007a). Selon les estimations de Summers (2008), le niveau agrégé des réserves des banques centrales pour les seuls pays en développement avec un excédent sur leur dette à court terme (en appliquant la règle dite de « Greenspan-Guidotti » qui considère comme confortable un niveau de réserves couvrant un an de dette à court terme⁴) se montait à 2 000 Md\$ fin 2006, et augmentait à un rythme annuel d'environ 500 Md\$ depuis le début des années 2000. Pour replacer tous ces éléments dans leur contexte, les marchés émergents détiennent des réserves équivalant approximativement à 20 % du PIB, contre à peine 0,5 % pour le marché américain (cf. graphique 4). En valeur absolue, la Chine et la Russie sont en tête des marchés émergents détenteurs de réserves excédant leur dette à court terme (cf. graphiques 5a et 5b ci-après). Deux pays africains sont en tête de classement pour les réserves rapportées au PIB : Libye et Algérie.

Concernant les mouvements de capitaux, les marchés émergents ont enregistré en 2007 des rentrées records de 953 Md\$ contre

319

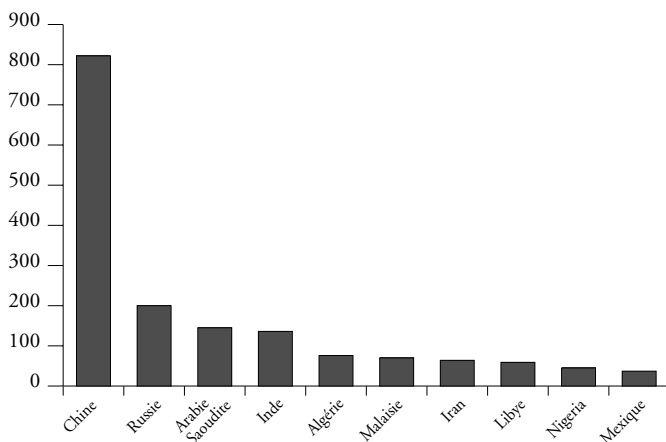
Graphique 4
Réserves des marchés émergents excédant leur dette à court terme
(Md\$)



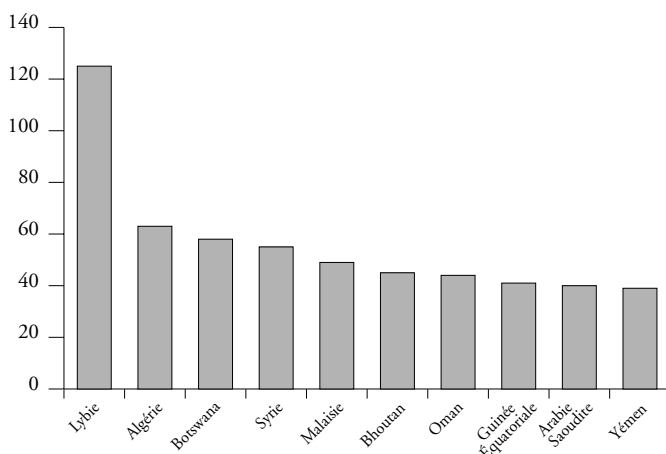
Source : d'après Summers, 2008 ; données actualisées 2009 du Centre de développement de l'OCDE.

Graphiques 5a et 5b Les dix principaux pays émergents détenteurs de réserves excédentaires

Graphique 5a - Réserves détenues en valeur absolue (Md\$)



Graphique 5b - Réserves rapportées au PIB (%)



Source : d'après Summers, 2008 ; données actualisées 2009 du Centre de développement de l'OCDE.

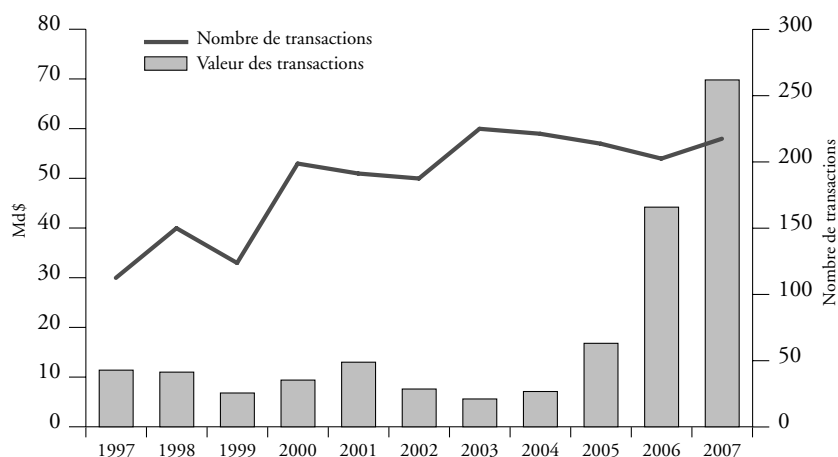
1,6 Md\$ de sorties (entre 4 et 6 fois leurs niveaux respectifs de 2000). Les multinationales émergentes ont multiplié leurs acquisitions à l'étranger, notamment dans les économies OCDE, tandis que les banques centrales et autres gestionnaires d'actifs publics ou privés achetaient valeurs et obligations dans les pays occidentaux. Pour la

seule année 2007, sur les 920 Md\$ que les étrangers ont injectés dans les marchés boursiers, les bons et les titres d'État américains, un surprenant total de 39 % (plus de 360 Md\$) provenait des économies de marché émergentes, selon les calculs de la Bank of America d'après les données du département d'État américain du Trésor⁵. Encore s'agit-il d'une estimation basse ne révélant que le sommet de l'iceberg, car ces chiffres ne prennent pas en compte la plupart des investissements placés à New York par les pays du Golfe et qui transitent par les opérateurs financiers et les gestionnaires d'actifs de Londres.

Ce formidable essor des investissements (cf. graphique 6) témoigne d'un meilleur usage et plus avisé de leur richesse nationale par les pays en développement. Ces pays ont entrepris de canaliser leurs revenus (souvent générés par des matières premières) au moyen de fonds souverains ou d'autres véhicules d'investissement du même genre, avec la création de fonds d'appui et de consolidation de leurs secteurs sociaux, économiques et financiers. Forts de ce nouvel outil financier, les pays émergents naguère récepteurs passifs d'investissement de portefeuille étranger sont devenus des acteurs de poids au sein de la sphère financière internationale. Aussi la stratégie d'allocation des fonds souverains a-t-elle été observée avec de plus en plus d'attention au fur et à mesure que leur impact sur les marchés des devises ou boursiers s'est accentué.

321

Graphique 6
Les investissements des fonds souverains



Source : Centre de développement de l'OCDE, 2009, d'après David Marchick (Carlyle Group Thomson Financial).

Le bureau de la Réserve fédérale américaine (Fed) a récemment souligné que l'orientation des fonds souverains représentait un signal positif pour les acteurs du marché : en se basant sur l'analyse de 163 déclarations d'intention d'investissement, une étude a observé que le taux de rendement corrigé des risques s'améliorait de plus de 2 % en moyenne pour les firmes ciblées, au cours des deux jours suivant l'annonce d'acquisition par des fonds souverains⁶.

De même, Fotak et *al.* (2008) évaluent l'impact financier des investissements des fonds souverains sur les marchés boursiers⁷. Ils observent des rendements anormaux positifs et significatifs sur les prises de participation importantes par les fonds souverains dans des sociétés cotées. Les auteurs concluent que les fonds souverains peuvent exercer une fonction de contrôle en améliorant la gouvernance et la profitabilité des firmes dans lesquelles ils investissent, tout en suivant dans le même temps la logique de recherche du profit maximal. De la même manière, Balding (2008) a étudié les portefeuilles d'investissements d'un groupe de fonds souverains ; il conclut qu'ils se comportent en investisseurs guidés par des motivations économiques, et leur impact sur les marchés financiers internationaux peut être plus faible que prévu⁸.

322

Les fonds souverains ne sont pas les seuls organismes chargés de la gestion des richesses de ces pays. Les banques centrales gèrent les réserves, mais avec une approche prudentielle et averse au risque, alignant leurs objectifs sur les politiques budgétaire et monétaire. Les ministères des Finances gèrent également la richesse nationale par le biais de leurs départements du Trésor et des services consacrés à la gestion de la dette, mais leurs opérations sont limitées par les contraintes du budget gouvernemental. Du coup, les fonds souverains sont les organismes les plus flexibles et les plus novateurs à la disposition des autorités. Ils dépendent parfois d'institutions traditionnelles comme les ministères des Finances ou les banques centrales, comme c'est le cas du Chili et de la Norvège (Parrado, 2008, pour le Chili ; Eriksen, 2008, pour la Norvège). Dans d'autres cas, on a créé de toutes pièces des organismes spécifiques de gestion de fonds, comme en Nouvelle-Zélande, en Corée du Sud, et surtout à Singapour, en Chine ou au Moyen-Orient.

Dans tous les cas, la fonction première des fonds souverains est de mettre au service de la prospérité nationale une stabilité durable, un soutien à la diversification de l'économie et des investissements ajustés au risque (Kern, 2007). En moyenne, leurs actifs se répartissent en titres à revenu fixe (35 %-49 %), en valeurs boursières de sociétés cotées (50 %-55 %), et pour le reste (8 %-10 %) en investissements alternatifs dans des fonds spéculatifs et des sociétés de capital-risque, et

autres produits financiers (Fernández et Eschweiler, 2008). C'est une estimation moyenne et, bien entendu, les stratégies varient sensiblement d'un organisme à l'autre. Dans le cas de la Norvège, les actions représentaient, en 2007, 40 % du portefeuille stratégique de référence du fonds et consistaient pour l'essentiel de titres européens (50 %), américains et africains (35 %), asiatiques ou océaniques (15 %). Les 60 % restant consistaient en produits à revenu fixe, libellés surtout en devises européennes (60 %), américaines et africaines (35 %), et asiatiques océaniques (5 %) (Kjaer, 2008). Dans le cas du fonds national pétrolier du Kazakhstan, qui s'inspire de l'expérience norvégienne, les avoirs ont été séparés en portefeuilles de stabilisation et d'épargne. Le portefeuille de stabilisation a été principalement constitué d'instruments monétaires très liquides, tandis que le portefeuille d'épargne se compose surtout d'instruments à revenu fixe (pour 75 % d'entre eux), mais également d'actions (25 %) (Sartbayev, 2008 ; Izabasarov, 2008).

Généralement, les fonds souverains sont créés sur des bases diversifiées : à partir des réserves des banques centrales (Chine et Singapour, par exemple), du revenu des exportations de matières premières appartenant à l'État (Botswana, Chili, Abu Dhabi ou Koweït), de taxes sur les exportations (Russie, Alaska), d'excédents budgétaires (Corée du Sud et Nouvelle-Zélande), ou des recettes de privatisations (Malaisie ou Australie). Quels que soient leurs objectifs, leurs origines ou leurs niveaux, le modèle des fonds souverains n'est pas une nouveauté, même si leur nombre s'est récemment multiplié⁹. On estime que 35 % des fonds souverains ont été créés ces cinq dernières années. Certains sont toutefois beaucoup plus anciens ; ils investissent depuis les années 1960 et 1970, et ils se sont extrêmement diversifiés (González Cid, 2008). Le plus ancien d'entre eux est le fonds koweïtien, Kuwait Investment Authority, créé en 1953. Singapour, avec une forte capacité à l'export mais une économie de relativement faible envergure, a été l'un des tout premiers à instaurer un fonds en Asie, en créant Temasek en 1974 puis le Government of Singapore Investment Corporation (GIC) en 1981, dans le but d'améliorer le retour sur investissement des surplus de sa balance commerciale avec un portefeuille ciblé sur l'international depuis le tout commencement. C'est l'envolée des matières premières des années 2000 et l'ascension des économies de marché émergentes qui ont gonflé la nouvelle vague de création de fonds souverains, et vu la Chine, la Russie et Dubaï instituer leurs propres organismes de gestion de fonds souverains.

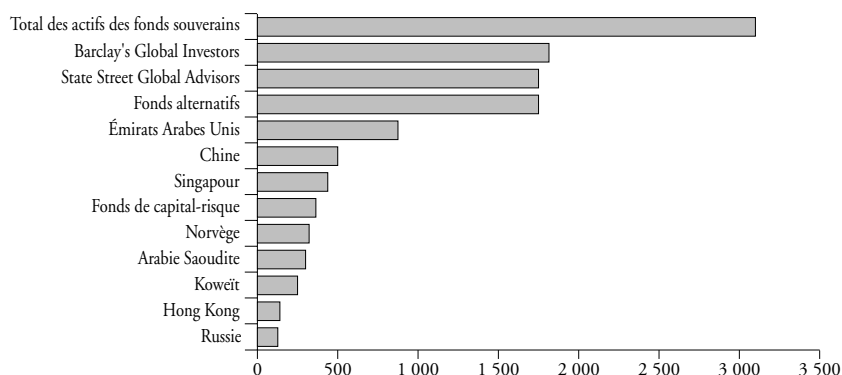
Ces organismes ont souvent joué un rôle clé pour contourner les difficultés auxquelles sont confrontés les pays richement dotés en

ressources, en les aidant à diversifier leur base économique par une diversification à l'international de leur portefeuille et en stérilisant l'afflux des devises étrangères. Parmi les pays de l'OCDE, la Norvège, à travers son fonds de pension public (l'ancien fonds pétrolier), offre l'un des exemples les plus réussis de cette stratégie. Les fonds du même genre du Kazakhstan ou du Botswana (Pula Fund) sont d'autres exemples d'organismes soucieux d'investir les richesses nationales en dehors du secteur lié aux matières premières, afin de réduire l'exposition macro-économique de leurs pays respectifs aux fluctuations des cours (du pétrole et du gaz dans le cas du Kazakhstan, des diamants au Botswana). Dans le Golfe, nombre de sociétés privées de capital-risque, financées partiellement ou totalement par les flux générés par l'envolée du pétrole, ont vu également le jour dans les années 2000, dans le sillage des premières vagues de création de fonds dans la région dans les années 1970 et 1980.

Les plus grands fonds souverains, ceux des Émirats Arabes Unis, du Koweït et de la Chine, présentent déjà une envergure comparable à celle des plus grands fonds d'actifs mondiaux ou principaux grands fonds spéculatifs et à la capitalisation des plus grandes firmes privées. Le fonds d'Abu Dhabi (Abu Dhabi Investment Authority - ADIA) gère quelque 875 Md\$ d'actifs, soit la moitié de ceux gérés par Barclays Global Investors (1 815 Md\$) et par State Street Global Advisors (1 750 Md\$), deux des plus grands gestionnaires d'actifs basés dans l'OCDE (cf. graphique 7 ; pour d'autres comparaisons, se référer à City of London, 2008).

324

Graphique 7
Fonds souverains et acteurs financiers mondiaux
(Md\$)



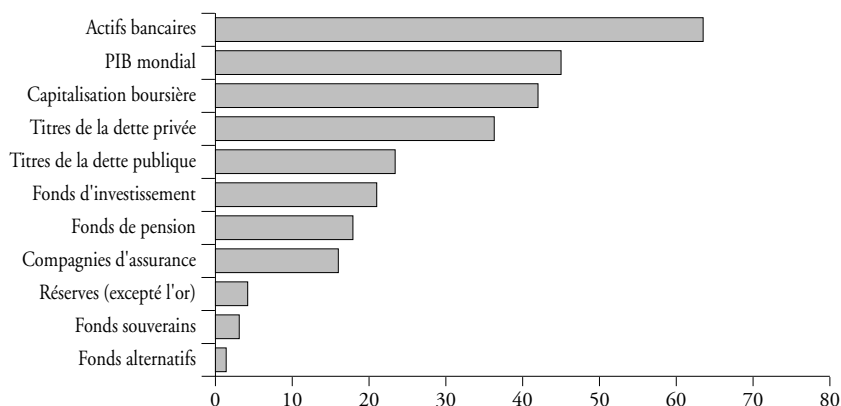
Source : Centre de développement de l'OCDE (2009), d'après les données 2008 de l'OCDE, JP Morgan, Deutsche Bank et International Financial Services London.

À un niveau plus agrégé, le volume des avoirs administrés par les fonds souverains des pays industrialisés et des marchés émergents est impressionnant : fin 2007, ces nouveaux géants financiers avaient accumulé plus de 3 100 Md\$ (Morgan Stanley, 2007 ; Jen, 2007). On estime à 7 000 Md\$ les réserves internationales accumulées fin 2007 par les États de la sphère émergente (FMI, 2008) et de 2 000 Md\$ à 3 000 Md\$ leurs avoirs accumulés en fonds souverains pour les estimations des avoirs des fonds. Selon les projections du FMI, les actifs gérés par les fonds souverains pourraient dépasser 10 000 Md\$ courant 2013 ; pour Morgan Stanley, ils dépasseront alors les réserves officielles, et Standard Chartered estime qu'ils dépasseront 13 000 Md\$ d'ici à dix ans (Lyons, 2007).

Les actifs détenus par les fonds souverains représentent toutefois moins de 2 % des 167 000 Md\$ des avoirs financiers mondiaux, et ils ne comptent que pour 1,3 % du stock mondial des actifs financiers (actions, bons et avances de préémission). Leur poids, en termes d'avoirs, est bien inférieur à celui des réserves mondiales, des actifs des fonds de pension ou encore des actifs bancaires (cf. graphique 8). Si l'on se réfère au PIB des États-Unis, soit environ 13 000 Md\$ en 2008, ou à la valeur totale des créances titrisées (dettes et capitaux propres) libellées en US dollars, estimée à plus de 50 000 Md\$ en 2008, le volume de tous les avoirs sous gestion des fonds souverains est relativement modeste.

325

Graphique 8
Les actifs des fonds souverains mis en perspective
(milliers de Md\$)



Source : Centre de développement de l'OCDE, 2009, d'après les données de la Deutsche Bank et de Morgan Stanley.

C'est néanmoins encore davantage que les sommes investies par les fonds spéculatifs et les sociétés de capital-risque. Si le rythme de croissance de ces fonds se poursuit sur la lancée actuelle, leurs avoirs pourraient s'élever à 17 000 Md\$ d'ici à dix ans selon Morgan Stanley, un montant supérieur à 5 % de la richesse financière totale mondiale. Mais, surtout, ces acteurs financiers jouent déjà un rôle important si l'on considère le type d'avoirs des marchés émergents. Ils concentrent, dès à présent, des actifs équivalant à la valeur totale des créances titrisées additionnées de l'Afrique, du Moyen-Orient et des pays émergents européens (environ 4 000 Md\$ en 2008) ; ou, pour utiliser une autre comparaison, leur taille égale pratiquement celle de tous les marchés d'Amérique Latine réunis. Quels que soient les chiffres et les projections, ces opérateurs seront des moteurs incontournables de la finance internationale dans l'avenir, notamment sous l'angle des marchés émergents.

Du point de vue des pays en développement et émergents, la première question qui se pose est la façon d'investir cette nouvelle manne de richesse dans le meilleur intérêt national. Est-il judicieux, par exemple, de continuer d'investir dans les pays de l'OCDE, où le retour sur investissement est relativement bas et où il existe plus de risque qu'on ne l'a cru jusqu'à récemment (une leçon cruellement administrée par l'implosion du système bancaire des États-Unis) ? Ne vaut-il pas mieux songer à diversifier ces fonds en les orientant vers d'autres marchés, les marchés émergents notamment ? La question hante déjà les réflexions de nombreux économistes, comme Lawrence Summers qui se demande s'il est financièrement responsable d'investir une part des réserves accumulées exclusivement dans des titres de placement liquides à court terme des pays industrialisés¹⁰. Plusieurs des fonds souverains les plus établis et les plus sophistiqués, comme Dubai International Capital, ADIA ou Temasek, se sont déjà résolument diversifiés vers d'autres régions de marchés émergents, en premier lieu en Asie, au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. C'est peut-être un indice de la raison d'être primordiale des fonds souverains : il s'agit d'organismes de financement du développement issus des marchés émergents et tournés vers eux.

La question est capitale pour les pays émergents et en développement. Comme l'a observé Summers (2008) dans une simulation très intéressante, le portefeuille typique d'une banque centrale, qui aurait investi, par aversion au risque, en bons du Trésor américain de 0 à 3 ans libellés en dollars, n'aurait rapporté en termes réels que 1 % au cours des dernières soixante années. Si on se livre au même calcul avec un portefeuille plus diversifié (60 % d'actions et 40 % de bons), les gains peuvent atteindre 6 %, et avec un portefeuille entièrement composé

d'actions, ils peuvent aller jusqu'à 7 % (cf. tableau 1). Si l'on considère que la dotation d'une université de premier plan aux États-Unis a pu dégager des rendements de près de 10 % au cours des vingt dernières années, il est clair qu'il existe une marge de manœuvre ainsi qu'un potentiel assez considérable de meilleurs rendements corrigés des risques au bénéfice de la prospérité des pays en développement. En prenant le cas de figure des 2 000 Md\$ de réserves excédentaires déjà évoqué et en lui appliquant un taux de rendement de 5 %, on mesure le manque à gagner supporté par les organismes gestionnaires d'actifs des pays émergents et en développement pour n'avoir pas diversifié leurs portefeuilles et s'être cantonnés aux bons du Trésor américain et aux actions traditionnelles : ce coût représente plus de 100 Md\$, soit 1 % du PIB de l'ensemble des pays en développement, ou encore, vu sous un autre angle, une somme équivalente au total annuel de l'aide publique au développement que les pays de l'OCDE attribuent aux mêmes pays.

Tableau 1
Rendement annuel ajusté au risque
des portefeuilles d'investissements, 1926-2004

	Rendement annuel réel moyen (géométrique) (%)	Écart-type annualisé du rendement (%)
Portefeuille avec 100 % de dépôts américains sur un mois	0,65	0,89
Portefeuille classique de banque centrale	0,98	1,24
Portefeuille classique de fonds de pension	5,75	12,45
Portefeuille avec 100 % d'actions américaines	7,11	19,37

Source : Summers (2008), d'après l'Annuaire Ibbotson 1925-2005, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation* (actions, bons, effets et inflation).

Le fonds norvégien, l'un des plus sophistiqués des fonds souverains, a décidé de transférer ses avoirs placés en une seule catégorie d'actifs (liée au secteur pétrolier) vers un portefeuille beaucoup plus diversifié, composé d'actions et de placements à revenu fixe, et a investi à la fois dans les pays développés et en développement. Comme l'a souligné un ancien gestionnaire du fonds, le rapport de 1 dollar investi en 1900 dans le secteur pétrolier aurait représenté 2 dollars en 2005, alors que le même dollar investi en placements à revenu fixe aurait rapporté 6 dollars, et investi en actions, il aurait rapporté 376 dollars (Kjaer, 2008). Le choix de l'orientation de ses avoirs, et donc du modèle de portefeuille, est probablement l'un des plus cruciaux que doit assumer un fonds souverain.

*LES FONDS SOUVERAINS
DANS LES MARCHÉS ÉMERGENTS*

Ces dernières années, les fonds souverains ont fréquemment fait « la une » des quotidiens occidentaux. Le débat se poursuit à propos de leur impact mondial financier et de leurs politiques d'investissement. Bizarrement, la question de leur possible contribution au développement est absente des discussions¹¹.

Ce silence est surprenant alors que les fonds souverains sont des acteurs de première importance, car issus précisément des pays émergents et en développement. Leur essor spectaculaire est d'ailleurs prometteur pour la santé économique des nations, celles en développement notamment : les fonds souverains sont (ou au bout du compte deviendront) des acteurs essentiels du financement du développement, non seulement dans un cadre national, mais plus largement dans d'autres pays émergents. Dans cette perspective, les fonds souverains pourraient bien croître jusqu'à devenir des fonds souverains de développement (FSD).

Premièrement, les fonds souverains sont, pour la plupart, des institutions de marchés émergents. Seuls 15 % d'entre eux viennent de l'OCDE et des pays développés. La majorité (75 %) est originaire du Moyen-Orient et d'Asie (cf. tableau 2). Ce sont des outils décisifs du financement du développement dans leur pays d'origine, certains étant même très explicitement impliqués dans les stratégies nationales de diversification industrielle. C'est le cas du fonds malaisien Khazanah, qui participe activement au financement de projets à long terme et d'infrastructures dans tout le pays (Radhi, 2008). C'est aussi le cas

328

Tableau 2
Origine des fonds souverains (2008)

	Nombre	Total des actifs (Md\$)	% du total
Moyen-Orient	7	1 533	48
Asie	9	867	27
OCDE	10	489	15
Russie et Asie Centrale	4	177	6
Afrique	7	109	3
Amérique Latine	4	23	1
Iles du Pacifique	6	1,2	0,04
Total	47	3 194	

Source : Centre de développement de l'OCDE, d'après les données de la Deutsche Bank (2008).

de Kazyna, l'un des fonds souverains du Kazakhstan, dédié à la promotion de projets industriels innovants et qui contribue à la diversification de l'économie de ce pays richement doté en pétrole vers des industries à plus forte valeur ajoutée et à haute intensité de main-d'œuvre (Nurbek, 2008). Et c'est encore le cas des branches de capital-risque des fonds qui sont des organismes financiers sophistiqués tels Mubadala (Abu Dhabi) ou Istithmar (Dubai), et qui se considèrent d'ailleurs davantage comme des investisseurs privés que comme des fonds souverains.

Deuxièmement, les fonds souverains ne sont pas seulement des organismes essentiels du financement du développement dans leurs propres frontières : ils deviennent des acteurs du développement de premier ordre dans l'ensemble du monde en développement. Si les récentes prises de participation dans les grandes banques de l'OCDE ont fait « la une » des journaux et si le renflouement par les fonds souverains d'institutions financières occidentales a évidemment surpris (pour un total de 35 Md\$ à la fin de 2007), ces fonds misent également de façon aussi significative dans les économies émergentes. Quelques-uns des investissements les plus considérables des fonds souverains ont été placés dans des pays en développement asiatiques, africains ou latino-américains, et il est très probable que cette tendance s'affirme dans le futur.

Certains fonds souverains, comme par exemple Temasek Holdings (Singapour), ont déjà largement investi et possèdent de fortes participations dans des compagnies asiatiques, contribuant ainsi au développement des pays concernés. Temasek a un portefeuille de 160 Md\$ qui comprend des parts substantielles dans la banque indienne ICICI, et il est entré en 2007 à hauteur de 10 % dans Tata Sky, un an après avoir acquis une participation de 20 % dans Misheng Banking Corp. (Chine) et investi le secteur indien des télécommunications (10 % des parts de Tata Teleservices). Au total, l'Asie (hors Singapour et Japon) concentre déjà 40 % du portefeuille de Temasek, plus que le total des avoirs du fonds placés à Singapour (38 %) et le double de ceux placés dans des pays de l'OCDE (20 %). Mi-2008, Temasek a confirmé son intention d'investir hors de l'Asie avec le recrutement d'un nouveau dirigeant de son département international. Le fonds a placé l'un de ses principaux dirigeants à São Paulo pour diriger son antenne brésilienne, et il a embauché un ancien dirigeant de Barclays à la tête de ses bureaux au Mexique dans le but de gonfler ses investissements en Amérique Latine, indiquant ainsi son ambition de regarder au-delà de son noyau d'affaires asiatique. Toujours en Asie, China Investment Corporation (CIC), de création plus récente, se prépare à injecter une part significative de son fonds de 200 Md\$ dans des pays d'Asie

et du Pacifique. Un autre fonds basé en Asie, Khazanah Nasional Berhad (KNB), la holding d'investissements du gouvernement malaisien, a ouvert, en 2008, des bureaux régionaux à Mumbai et à Pékin dans le cadre de ses efforts pour explorer de nouvelles filières d'affaires outre-mer.

Ces paris semblent déjà s'avérer gagnants : Kuwait Investment Authority (KIA), un fonds souverain du Moyen-Orient qui pèse 215 Md\$, a déjà réalisé des profits considérables avec sa participation de 750 M\$ dans la banque Industrial and Commercial Bank of China (ICBC). Mi-2008, KIA a confirmé son intention de développer ses investissements de portefeuille en Chine et en Inde et renoncé à investir davantage aux États-Unis. La Qatar Investment Authority, tout comme Dubai International Capital, continue d'investir fortement au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. En 2008, la Qatar Investment Authority a conforté son profil international en réalisant aussi des investissements dans d'autres pays émergents en Asie, en Afrique et en Amérique Latine, et s'est employée, en particulier, à relever au niveau de 40 % la part du total de ses actifs en Asie. Un fleuron des investissements d'ADIA est la banque d'investissement égyptienne EFG Hermes, dont elle détient 8 %. Entre autres positions clés récentes, on relève une participation de 39 % dans la Banque de Tunisie et des Émirats et dans nombre d'autres organismes financiers arabes. En 2007, ADIA a encore investi 1,2 Md\$ dans des projets fonciers en Malaisie. Dubai Investment Group a, de son côté, pris des parts dans des sociétés comme Tunisie Telecom (17,5 %). En 2008, un autre fonds d'investissement du gouvernement d'Abu Dhabi, International Petroleum Investment Company (IPIC), a signé avec le gouvernement du Kazakhstan un accord pour investir 1 Md\$ dans des projets pétroliers et gaziers de ce pays d'Asie Centrale.

À l'avenir, de plus en plus d'investissements s'orienteront certainement vers les économies émergentes et en développement. La Banque centrale européenne a procédé à une simulation qui a montré que le comportement des fonds souverains était similaire à celui des investisseurs du type MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financier), c'est-à-dire qu'ils orientent leurs avoirs davantage en fonction de la capitalisation boursière plutôt qu'en recherche de liquidités. Cela pourrait indiquer que davantage de capitaux s'orienteront à l'avenir vers les pays émergents et en développement offrant un bon retour (Beck et Fidora, 2008). Selon les estimations du FMI et de McKinsey Global Institute, les fonds souverains du Golfe ont placé 22 % de leurs avoirs en Asie, au Moyen-Orient et en Afrique du Nord (FMI, 2008 ; McKinsey, 2007). Ce chiffre est une estimation basse et il devrait augmenter dans le futur. KIA, par exemple, a déjà réduit de 90 % à

moins de 70 % la part de son portefeuille investie en Europe et aux États-Unis.

Les marchés émergents d'Asie et d'ailleurs sont de plus en plus attractifs : finalement, pourquoi s'évertuer à investir dans des économies de l'OCDE à faible croissance lorsque l'on peut trouver des taux de croissance à deux chiffres ou presque dans les pays émergents ? Sans doute peut-on préférer ignorer les marchés émergents en raison de leur haute volatilité et de leur forte dépendance aux matières premières, comme c'est l'argument des gestionnaires du fonds souverains du Botswana, le Pula Fund. En effet, pour un pays comme le Botswana, riche en diamants, ce type d'investissements peut réduire les avantages de la diversification économique et augmenter l'exposition à la valse des prix des matières premières (Mohohlo, 2008). Toutefois, les marchés émergents ne sont pas tous les mêmes, certains offrant une formule alliant bon rendement et faible risque (notamment les investissements classés en première catégorie), et tous n'étant pas dépendants des matières premières. En effet, pour des fonds qui recherchent de meilleurs rendements sans alourdir leur dépendance envers les matières premières, des marchés émergents, comme la Chine, l'Inde, le Mexique, la Turquie ou l'Afrique du Sud, représentent des cibles intéressantes. C'est exactement ce qu'a fait la Qatar Investment Authority en 2008 en signant un accord avec les autorités de Pretoria pour s'engager davantage et planifier de nouveaux investissements en Afrique du Sud. Un autre investisseur du Golfe, KIA, a élevé ses investissements dans un pays faiblement doté en matières premières, la Turquie, au niveau de 1,7 Md\$.

Dubai International Capital souhaite poursuivre ses réorientations vers l'Asie émergente, une région où ce fonds envisage de s'engager à hauteur de 30 % de son portefeuille. Pour l'heure, celui-ci est concentré en Europe (70 %) et le reste au Moyen-Orient. Istithmar, un autre organisme basé à Dubaï, a placé pour l'instant la moitié de ses investissements dans les Émirats (50 %) et le reste aux États-Unis (27 %) et au Royaume-Uni (10 %), mais il a lui aussi la volonté de rechercher d'autres opportunités dans les pays émergents. Mubadala, autre organisme basé dans les Émirats et créé au début des années 2000 à Abu Dhabi, possède lui aussi un portefeuille concentré dans la région MENA (pays d'Afrique du Nord, du Proche et du Moyen-Orient) et souhaite se diversifier en s'éloignant de l'Europe Occidentale. Dubai Investment Group est un autre fonds qui s'implante en Afrique du Nord avec sa récente acquisition d'une participation de 16 % dans Tunisie Telecom, en 2007.

C'est une bonne nouvelle pour les pays en développement. Les fonds souverains vont contribuer à encourager les investissements en

injectant des capitaux dans les entreprises locales et les projets des pays émergents. Ils construisent des portefeuilles de long terme et vont ainsi aider à réduire la volatilité dans les pays récipiendaires, car ils sont moins soumis aux contraintes de rendements et de gains à court terme auxquelles sont soumis les gestionnaires de fonds traditionnels. De façon plus intéressante, et conformément à leurs mandats et à leurs objectifs, ils privilégient les investissements sûrs et les rendements de long terme. C'est ce qui, paradoxalement, les avait conduits à investir le gros de leurs portefeuilles dans les pays OCDE alors que les considérations d'allocation d'actifs et les besoins en infrastructures auraient pu les inciter à s'orienter vers d'autres régions émergentes, comme l'Afrique, l'Asie ou l'Amérique Latine, où la rentabilité des investissements reste faiblement corrélée avec la zone OCDE et où les besoins en infrastructures sont colossaux. À l'avenir, la stratégie de diversification de leurs portefeuilles poussera les fonds non seulement à rechercher un meilleur retour sur investissement, mais encore à faire des placements moins corrélés avec leurs pays d'origine. Nous constaterons alors probablement un intérêt croissant pour des régions comme l'Amérique Latine ou l'Afrique, moins corrélées que les places d'Asie ou du Moyen-Orient. L'Afrique deviendra pour tous les fonds un important terrain d'investissement, avec la promesse de meilleurs rendements et de placements moins corrélés.

332

Les fonds souverains basés dans l'OCDE, comme celui de la Norvège, envisagent également d'orienter davantage leurs investissements vers les pays émergents. En 2008, par exemple, le fonds norvégien, fort de 400 Md\$, a déclaré son intention d'accélérer son ouverture aux marchés émergents, en investissant même dans des « marchés frontières » comme l'Égypte, le Maroc ou le Pérou. Martin Skancke, directeur général au ministère des Finances norvégien, a déclaré officiellement à plusieurs reprises que le fonds gouvernemental avait l'intention d'investir 5 % de son portefeuille d'actions dans les marchés émergents, y compris les « marchés frontières » d'Afrique ou des pays andins.

FONDS SOUVERAINS ET FINANCEMENT DU DÉVELOPPEMENT

Les conséquences de ces orientations en cours sont doubles, à la fois pour les pays développés et les pays en développement. Premièrement, les fonds souverains deviennent d'importants investisseurs originaires des pays en développement et émergents, et tournés vers ces mêmes pays. Les fonds souverains contribuent ainsi directement au développement de leurs pays d'origine ; mais aussi à travers leurs prises de participation ou leurs investissements en capital dans d'autres pays

émergents, ils contribuent de plus en plus au développement de nombreuses autres zones du monde en développement.

Si les fonds souverains de développement décident de placer, par exemple, 10 % de leur portefeuille au cours des dix ans à venir dans d'autres économies émergentes et en développement, cette stratégie pourrait générer des flux de l'ordre de 1 400 Md\$ ou, en d'autres termes, un montant annuel supérieur à l'ensemble de l'aide des pays de l'OCDE aux économies en développement... Pour les pays donateurs engagés à faire progresser le développement dans le monde, les fonds souverains peuvent s'avérer de précieux partenaires du financement du développement.

Les difficultés actuelles que traversent les États-Unis peuvent avoir précipité cette tendance en décourageant les fonds publics d'investissement de continuer à acheter des actifs libellés en dollars. La plupart des investissements des fonds souverains aux États-Unis au cours de 2007 ont été notoirement décevants. En prenant, par exemple, une participation de 3 Md\$ dans le groupe privé américain de placement Blackstone et une autre de 5 Md\$ dans Morgan Stanley en 2008, China Investment Corporation a subi d'importantes pertes avec la dévalorisation de ces investissements. Après avoir déversé 5 Md\$ dans Merrill Lynch quand les actions s'échangeaient à environ 48 dollars, Temasek Holdings (Singapour) a vu le cours de l'action couler à moins de 30 dollars. Entre août 2007 et août 2008, tous les grands investissements des fonds souverains dans le secteur bancaire ont subi des pertes considérables : le cours de Merrill Lynch, entre autres, a chuté de 62 % avec des réductions de la valeur de ses actifs et des pertes de près de 52 Md\$, et celui d'UBS a reculé de 6 % avec des pertes totalisant près de 40 Md\$.

Les pays émergents et en développement pourraient, de manière inattendue, sortir gagnants du rééquilibrage en cours, avec d'importantes conséquences surtout dans les pays à revenu faible ou intermédiaire d'Afrique ou d'Asie du Sud-Est. Les pays donateurs en particulier devraient tenir compte de ce nouveau paysage et ouvrir un dialogue avec les acteurs émergents du financement du développement, en ne se limitant pas à discuter avec les banques de développement traditionnelles, les banques centrales ou les ministères. Les organismes européens de financement du développement sont le genre d'institutions qualifiées pour canaliser les fonds de l'aide. Ils comptent entre autres en Europe Occidentale la FMO (société néerlandaise de financement de projets de développement), le groupe britannique CDC ou les fonds scandinaves Norfund (Norvège), Swedfond (Suède) et Finnfund (Finlande). Il en existe également aux États-Unis, au Japon et dans d'autres pays de l'OCDE¹². Ils ont en commun des stratégies d'horizon à long terme, des niveaux comparables d'investissement technologique, et ils

recherchent des résultats à la fois économiques et sociaux dans un éventail de pays. Pour la plupart, ces organismes relèvent conjointement du secteur public et d'entreprises privées, et ils s'intéressent tout particulièrement aux investissements de long terme et financièrement durables.

Cela dit, il convient de rappeler que les fonds souverains ne sont pas des organismes d'aide publique, leur finalité n'est pas d'accomplir les objectifs du millénaire pour le développement (OMD), et ils ne sont pas tenus de suivre les théories, ni les pratiques développementalistes. Ils peuvent se comporter, sur leur territoire national, comme des organismes classiques de financement du développement, mais quand ils investissent à l'étranger, ces fonds ont tendance à se conduire comme la plupart des investisseurs privés traditionnels. Comme l'a noté Balding, qui a analysé leurs portefeuilles et leurs stratégies d'allocation d'actifs (lorsqu'elles sont rendues publiques), les fonds souverains se sont jusqu'ici comportés en opérateurs guidés par des principes économiques rationnels, dans leurs choix de diversification de leurs portefeuilles par catégories d'actifs et par régions (Balding, 2008). Ils recherchent le rendement, une diversification ajustée au risque et, par-dessus tout, de bons investissements. Mais au travers même de leurs placements dans les pays en développement et émergents, ils contribuent au développement : ils génèrent des emplois, apportent des capitaux pour les infrastructures et injectent de l'argent sur le long terme dans des secteurs qui vont des télécommunications aux services bancaires.

334

En 2008, le président de la Banque mondiale demandait aux fonds souverains d'investir 1 % de leurs avoirs en Afrique : dans l'optique d'une contribution au développement, c'est une bonne idée, à condition d'avoir en tête que les fonds doivent considérer cette région, comme ils le font déjà, avec les yeux d'investisseurs en quête de rendements, et non pour respecter les promesses politiques d'un responsable mondial ou observer toute autre considération politique (l'Afrique est en l'occurrence un continent où l'investissement se justifie sur un plan purement financier). La plupart des fonds souverains du Golfe opèrent déjà en Afrique, en quête d'opportunités d'affaires et de bons rendements. C'est également le cas de fonds africains comme la Libyan Investment Authority. Les investissements libyens sont montés en flèche ces dix dernières années grâce à l'envolée des cours pétroliers, par le biais du Libya Africa Portfolio (LAP), un fonds souverain de 5 Md\$ consacré aux investissements en Afrique. La Chine aussi a créé, en 2007, un fonds de développement Chine-Afrique, China Africa Development Fund, doté de 5 Md\$ pour investir dans le continent. La Qatar Investment Authority a annoncé la création d'un nouveau fonds, le fonds PME de gestion des infrastructures (PME Infrastructure

Management Limited Fund), nanti de 400 M\$, pour investir dans les secteurs africains des transports, des communications et de l'énergie. Le fonds a été lancé la veille d'un voyage au Qatar de l'ancien président sud-africain, Thabo Mbeki, en 2008.

Ensuite, les fonds souverains les plus expérimentés et sophistiqués, comme ceux du Moyen-Orient et de l'Asie du Sud-Est, ont accumulé un grand savoir-faire en matière d'établissement et de développement de tels fonds, et de gestion de la richesse nationale. Le contexte diffère dans chaque pays, avec des objectifs variables de l'un à l'autre, mais tous partagent les mêmes contraintes de capacités, les mêmes priorités d'orientation des placements et les mêmes stratégies. Quels critères utilisent-ils pour leurs investissements ? Quel niveau d'ajustement au risque doivent-ils se fixer ? Quelles stratégies et quelles ventilations de portefeuille doivent-ils appliquer ? Quels pays, quels secteurs, quels produits sont-ils corrélés à leur économie nationale et dans quelle mesure ? Et tout d'abord, qui doit organiser la gestion de la richesse nationale ? Ce rôle doit-il être délégué à un organisme spécifique, ou s'exercer par les services déjà en place des banques centrales ou des ministères des Finances ?

Toutes ces questions ne font que souligner le grand potentiel d'un dialogue fructueux et du partage des expériences. L'OCDE est un organisme largement reconnu pour ses procédures d'examen par les pairs et de partage du savoir que l'organisation a développées en plus de cinquante ans d'expérience. L'examen et l'apprentissage par les pairs seraient également des outils très précieux pour les fonds souverains. On peut concevoir un réseau informel des fonds souverains (RFS) pour offrir à ces fonds un forum où ils échangeraient leur expérience et tireraient des leçons des succès et des difficultés de leurs pairs. Les organismes les plus expérimentés et sophistiqués pourraient partager leur expérience avec des pays en train de planifier ou d'établir leurs propres fonds. Les fonds bien institutionnalisés des pays du Golfe, de Malaisie ou de Singapour bénéficient d'une solide expérience qu'ils pourraient partager avec les pays d'Afrique ou d'Asie Centrale, par exemple. Le Nigeria, la Thaïlande, le Brésil et l'Inde (qui viennent ou projettent de créer des fonds) pourraient tirer des leçons des succès et des difficultés rencontrées par leurs contreparties du Koweït, de Dubaï ou de Kuala Lumpur. La Mongolie, qui envisage un fonds souverain de gestion de ses richesses minérales, tirerait profit d'autres expériences, tout comme l'Arabie Saoudite, la Thaïlande, l'Asie Centrale ou la plupart des pays africains, qui se préparent à mettre en place des fonds ou qui consolident des fonds déjà existant. Une telle plate-forme de dialogue n'existe pas à ce jour.

Un tel dialogue pourrait mener à des coopérations formelles et

informelles, voire à des investissements et à des projets communs. On peut ajouter la formation ou les transferts de technologie et de connaissances, car les fonds récemment créés demandent à développer leurs capacités institutionnelles avec des personnels qualifiés capables de gérer un éventail plus large de nouvelles missions. Souvent, quand ils négocient un accord avec des gestionnaires de fonds à l'étranger, les fonds souverains demandent explicitement une formation de leur personnel.

Il existe déjà des formes de coopération entre fonds souverains. Le fonds norvégien s'est montré très disposé à partager son expertise avec des pays voulant se donner les moyens de gérer leurs richesses. Plusieurs autres fonds souverains de pays développés se sont engagés dans des transferts internationaux de technologies et de connaissances. Le Permanent Fund américain, basé en Alaska, s'efforce ainsi d'aider la République démocratique de São Tomé-et-Príncipe à monter son propre fonds souverain (Cowper, 2008). La Norvège, avec son Initiative « pétrole au service du développement », a elle aussi aidé São Tomé en 2005 en matière de gestion financière et d'expertise technologique. Les autorités du Timor-Leste (la République démocratique du Timor Oriental) ont également été aidées par la Norvège dans la construction de leur système de gestion des ressources pétrolières. Quand le fonds national pétrolier du Kazakhstan a été créé en 2000, le ministère des Finances et la Banque centrale avaient analysé plusieurs expérimentations précédentes de fonds souverains, en particulier le fonds permanent de l'Alaska, le fonds Alberta Heritage et le fonds de pension du gouvernement norvégien (l'ancien fonds pétrolier). Finalement, c'est la Norvège qui a servi de modèle à la mise en place du fonds Kazakh (Sartbayev et Izabasarov, 2008).

Un élément révélateur de la volonté de renforcer la coopération a été le développement de conventions sud-sud. Le fonds vietnamien (State Capital Investment Corporation - SCIC) et la Qatar Investment Authority, par exemple, ont conclu un accord en 2008 pour créer un fonds de 1 Md\$ pour investir dans des entreprises vietnamiennes. Le fonds du Qatar a multiplié les initiatives de coopération dans les pays asiatiques. Un autre fonds du Golfe, le fonds général de réserve de l'État d'Oman (State General Reserve Fund), a créé avec la SCIC un fonds d'investissement de 100 M\$. Toujours en 2008, le Qatar et l'Indonésie, deux exportateurs de gaz, ont instauré un fonds de 1 Md\$ pour investir dans le secteur de l'énergie et dans les infrastructures. La société immobilière Barwa Real Estate Company, filiale du fonds qatari QIA pour ses actifs immobiliers (40 Md\$), a signé un accord portant sur 2 Md\$ avec le fonds libyen de développement et d'investissement (Libyan Development and Investment Company) pour

développer l'immobilier résidentiel, commercial et de loisir. Il existe de nombreux autres exemples dans le Golfe, comme par exemple la récente coentreprise créée par le fonds qatari QIA et une branche du Conseil des investissements d'Abu Dhabi (Abu Dhabi Investment Council), la Société internationale d'investissements pétroliers (Petroleum Investment Company) : les deux partenaires ont créé un fonds d'achats à l'international doté de 2 Md\$. Depuis juin 2008, la Libye et le Qatar envisagent un accord de création d'un fonds souverain : les deux organismes négocient la mise en place et le règlement de ce fonds de placement commun. La multiplication de ces initiatives confirme cette volonté de coopération.

Les fonds souverains sont le produit d'un rééquilibrage d'envergure du pouvoir économique et financier dans le monde. Leur apparition a suscité une polémique, non seulement par crainte d'investissements orientés par des motivations politiques, ou en raison de leur manque de transparence et des théories du complot¹³ qu'ils inspirent, mais surtout parce qu'ils symbolisent un phénomène beaucoup plus profond, celui du reformatage de l'économie et de la finance à l'échelle mondiale. Les marchés émergents investissent une position inédite de leaders en offrant, entre autres, une source de crédit au monde en général et aux pays industrialisés en particulier. Depuis le début des années 2000, le monde émergent dégage, pour la première fois, des excédents de compte courant et exporte des capitaux vers le reste du monde. Les pays émergents sont désormais des moteurs et des acteurs clés de l'économie mondiale.

337

Quand l'OCDE a été créée il y a cinquante ans, elle concentrait près de 75 % du PIB mondial. Elle n'en représente plus aujourd'hui que 55 %. Les multinationales émergentes du Moyen-Orient, d'Asie ou d'Amérique Latine procèdent à des prises de contrôle dans toutes les parties du monde. La taille de ces opérateurs n'est pas la seule nouveauté : il y a aussi le fait qu'ils ont maintenant pour cible, les multinationales de l'OCDE. En 2007, l'une de ces multinationales émergentes, PetroChina, a concentré la plus forte capitalisation du monde, supplantant les colosses historiques américains comme Exxon ou General Electric. Parmi les 11 plus grandes sociétés recensées sur la planète, 6 proviennent désormais des marchés émergents avec la Chine menant la course en tête avec la Russie et le Brésil.

La montée en régime des fonds souverains doit toutefois être placée dans une perspective plus large : pour la première fois, des opérateurs financiers de pays en développement jouent sur un pied d'égalité avec les géants de l'OCDE. La nouveauté, c'est que ces

nouveaux acteurs de la finance mondiale n'ont plus leur quartier général dans la Cité de Londres ou dans les places financières de Boston et de New York, et leur préfèrent des places plus exotiques comme Pékin, Singapour ou Dubaï.

La montée des investissements des fonds souverains dans les pays en développement est une aubaine pour ces pays où les fonds cherchent à investir. C'est aussi l'occasion pour la communauté internationale de s'engager dans un dialogue positif dans deux directions essentielles. La première concerne l'OCDE et les pays émergents qui hébergent des fonds souverains, ou qui envisagent d'en constituer, ou qui, de façon plus générale, se préoccupent de gérer leur richesse nationale. À ce stade, nous envisageons une coopération entre les organismes financiers de développement, à la fois bilatérale et multilatérale, et cette nouvelle génération d'acteurs. De façon plus générale, les pays de l'OCDE devraient injecter plus d'argent et de moyens pour renforcer les capacités de gestion des ressources dans les pays en développement qui en manquent cruellement : si l'on considère, comme nous l'avons déjà mentionné, que le manque à gagner provoqué par le placement non performant des avoirs de ces nations peut s'évaluer à 100 Md\$, soit un montant équivalant au total de l'aide publique au développement des pays de l'OCDE, c'est un enjeu de premier ordre. Des pays travaillent déjà dans cette direction, à l'exemple de la Norvège, elle-même richement dotée en ressources, qui dispose de son propre fonds souverain et qui a une longue expérience des transferts de technologies et du renforcement des capacités liées à l'exploitation pétrolière. Mais l'on peut imaginer que d'autres, que ce soit par le biais de la coopération, de leurs ministères des Finances ou de leurs propres fonds souverains, s'engagent à leur tour dans cette dynamique, comme nous le suggérons, par exemple, dans le cas du Chili (Havro et Santiso, 2008).

Nous tenons à remercier pour leurs commentaires, leurs suggestions et la disponibilité de leurs documents et repères : Rolando Avendaño, Jaime Caruana, Jorge Chirino, Benoît Coeuré, Chloé Coussen Dauban, Arnab Das, Thomas Dickinson, Manuel Gonzáles Cid, Gøril Havro, Stephen King, Gerard Lyons, Sebastián Nieto Parra, Sayasat Nurbek, Eric Parrado, Avinash Persaud, Helmut Reisen, Malan Rietveld, Andrew Rozanov et Shuilin Wang. L'auteur assume l'entière responsabilité de toutes les opinions développées ici et des éventuelles erreurs.

Cet article se base notamment sur les recherches et travaux antérieurs de son auteur. Voir en particulier : sa contribution à la conférence « Bretton Woods II sous pression » organisée par le comité « Réinventer Bretton Woods » de la Banque d'Espagne en avril 2008, intitulée : « Les fonds souverains sont-ils un facteur de stabilité pour pallier les déséquilibres mondiaux ? » ; ou encore sa présentation « Les fonds souverains de développement » préparée pour le Réseau marchés émergents (EmNet) de l'OCDE, en mars 2008. Voir également les sites : <http://www.rbwf.org/> et <http://www.oecd.org/dev>.

NOTES

1. Voir : le débat exposé dans Pimco (2008).
2. À propos des multinationales émergentes et de l'Amérique Latine, voir notamment : Javier Santiso, « La emergencia de las multilaterales », *Revue de la CEPAL*, août 2008b. Voir aussi : Javier Santiso, « The Emergence of Latin Multinationals », Deutsche Bank Research, Current Issues, mars 2007.
3. Cf. Maddison (2008).
4. Pour cette règle et le débat parallèle, voir : Pimco (2007b) ; il existe de nombreux ouvrages qui débattent du niveau de réserves approprié dans les pays en développement. Voir notamment : Aizeman (2007) ; et pour la discussion, voir : Ruiz-Arranz et Zavadjil (2008).
5. Données citées par le *Wall Street Journal* dans son édition du 28 juin 2008.
6. Cf. Kutter et LeI (2008). Consulter aussi le site : <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2008/940/ifdp940.pdf>.
7. Cf. Fotak, Bortolotti et Megginson (2008).
8. Cf. Balding (2008).
9. Les fonds souverains ne sont pas une nouveauté, ni les seuls grands réservoirs d'avoirs publics à jouer un rôle de plus en plus proéminent sur la scène de l'investissement mondial. Pour une comparaison entre les formes de ces différents fonds publics, Mitchell, Piggott et Kumru (2008) distinguent les fonds de réserve en devises étrangères nominales, les fonds souverains et les fonds de pension publics. La démarcation entre fonds souverains et fonds de pension n'est pas toujours évidente, comme le souligne le tableau de Truman qui recense un total de 56 fonds souverains dans 38 pays (Truman, 2008). De même, si les fonds souverains impliquent des actifs publics ou officiels, de nombreux gouvernements de par le monde détiennent des participations significatives dans un éventail d'entreprises : la France, par exemple, arrive en tête de ce cas de figure avec des participations valorisées à 280 Md\$, devant la Russie avec près de 250 Md\$ (Balding, 2008).
10. Cf. Summers (2008). Lire aussi, pour mesurer l'importance de cette question de l'orientation des avoirs : Rozanov (2006 et 2008).
11. Pour une approche plus conceptuelle de la dimension développementaliste, on se reportera à la note de mon collègue, Helmut Reisen (2008).
12. Voir le site : <http://www.edfi.be/>.
13. Il est toutefois paradoxal de voir les capitalistes occidentaux réclamer plus de transparence des fonds souverains (surtout de la part de ceux issus des pays émergents et en développement) au cœur de la crise

des crédits hypothécaires à risque, alors que celle-ci est justement due au manque de transparence de tout le système financier occidental. Autre problème : même si les fonds souverains se pliaient à « l'effeuillage » réclamé par les Occidentaux, on serait vite confronté à une autre difficulté : que faire du capital-investissement des fonds spéculatifs et des autres officines d'investissement basées, pour la plupart, dans des places financières occidentales, qui agissent pour le compte de fonds souverains ? Le fonds de pension norvégien a déclaré répondre à des mandats de placement auprès de 50 gestionnaires de fonds étrangers, pour un montant qui représentait, fin 2006, environ 22 % des avoirs du fonds (Kjaer, 2008). Si nous considérons ce ratio comme une hypothèse minimale, de tels encours impliquent à l'évidence près d'un tiers de tous les avoirs des fonds souverains : selon un rapport de Cerulli Associates, les fonds souverains ont déjà mis en jeu 1 300 Md\$ auprès de gestionnaires étrangers, soit environ 44 % du total de leurs avoirs. Quelques fonds souverains de pays émergents ont un ratio encore plus élevé : 46 % des actifs du fonds national pétrolier du Kazakhstan sont gérés à l'étranger (Sartbayev et Izbasarov, 2008).

BIBLIOGRAPHIE

AIZEMAN J. (2007), « Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture », NBER Working Paper, n° 13277.

AVENDAÑO R., REISEN H. et SANTISO J. (2008), « The Macro Management of Commodity Booms : Africa and Latin America's Response to Asian Demand », Working Paper, n° 270, Centre de développement de l'OCDE, août. Consulter le site : <http://www.oecd.org/dataoecd/7/53/41159361.pdf>.

BALDING C. (2008), « A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds », université de Californie, Irvine, département d'économie, juin.

BECK R. et FIDORA M. (2008), « The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets », Occasional Papers, vol. 91, Banque centrale européenne, juillet. Consulter également le site : <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>.

CITY OF LONDON (2008), *Sovereign Wealth Funds 2008*, Cité de Londres. Consulter également le site : http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Sovereign_Wealth_Funds_2008.pdf.

COGNATO M. (2008), « Understanding China's New Sovereign Wealth Fund », *NBR Analysis*, vol. 19, n° 1, juillet. Consulter également le site : <http://www.nbr.org/publications/analysis/pdf/vol19n1.pdf>.

COWPER S. (2008), « A Word to the Wise : Managing Alaska's Oil Wealth », in Johnson-Calari J. et Rietveld M. (eds.), *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publications, Londres.

EL-ERIAN M. (2008), « Asset Liability Management in Emerging Economies », in Johnson-Calari J. et Rietveld M. (eds.), *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publications, Londres.

ERIKSEN T. (2008), « Norway's Sovereign Wealth Fund », ministère des Finances, Norvège, présentation préparée pour le Réseau des marchés émergents de l'OCDE (EmNet), Paris, OCDE, Mars.

FERNÁNDEZ D.-G. et ESCHWEILER B. (2008), « Sovereign Wealth Funds : a Bottom Up Primer », JPMorgan Research, mai.

FOTAK V., BORTOLOTTI B. et MEGGINSON W. (2008), « The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies », mimeo, juin.

GONZÁLEZ CID M. (2008), « A Corporate Perspective. Sovereign Wealth Funds Are Welcome », BBVA, présentation préparée pour le Réseau des marchés émergents de l'OCDE (EmNet), Paris, OCDE, mars.

GRIFFITH-JONES S. et OCAMPO J. (2008), « Sovereign Wealth Fund : a Developing Country Perspective », Columbia University Initiative for the Policy Dialogue. Consulter également le site : <http://www.g24.org/sowf0308.pdf>.

HAVRO G. et SANTISO J. (2008), « Tirer parti de la manne des matières premières : les leçons du Chili et de la Norvège », *Cahier de politique économique*, n° 37, Centre de développement de l'OCDE, septembre.

HSBC (2008), « Shifting fortunes », HSBC Global Research, Emerging Markets Macro Strategy, Londres, juin.

JEN S. (2007), « Sovereign Wealth Funds : a New and Growing Class of Funds », *Morgan Stanley Investment Management Journal*, vol. 3, n° 2, décembre. Consulter également le site : http://www.morganstanley.com/msamg/msimintl/docs/en_US/publications/marketing_materials/brochures/msim_journal.pdf.

KERN S. (2007), « Sovereign Wealth Funds - State Investment on the Rise », Deutsche Bank research, Current Issues. Consulter également le site : http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000215270.pdf.

KJÆR K. (2008), « Turning Oil Wealth into Financial Assets : the Case of Norway », in Johnson-Calari J. et Rietveld M. (eds.), *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publications, Londres.

KUTTER J. et LEL U. (2007), « Friends or Foes? The Stock Market Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets », International Finance Discussion Papers, n° 940, Board of Governors of the Federal Reserve System, août. Consulter également le site : <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2008/940/ifdp940.pdf>.

LYONS G. (2007), *State Capitalism : the Rise of Sovereign Wealth Funds*, Standard Chartered Economic Research, Londres.

MADDISON A. (2008), *Chinese Economic Performance in the Long Run*, deuxième édition, OCDE, Paris.

McKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2007), *The New Power Brokers : How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity are Shaping the Global Capital Markets*, McKinsey Global Institute.

MITCHELL O., PIGGOTT J. et KUMRU C. (2008), « Managing Public Investment Funds : Best Practices and New Challenges », NBER Working Paper, n° 14078, juin.

MOHOLO L. (2008), « Traditional Reserves and the Management of Commodity Revenues : the Case of Botswana », in Johnson-Calari J. et Rietveld M. (eds.), *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publications, Londres.

MORGAN STANLEY (2007), *How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015*, Morgan Stanley, New York et Londres, mai. Consulter également le site : http://www.morganstanley.com/views/perspectives/files/sovereign_2.pdf.

NORGES BANK (2007), *NBIM Quarterly Performance Report Second Quarter 2007*, Norges Bank Investment Management.

NURBEK S. (2007), « The Case for SWFs : Kazyna Sustainable Development Fund », présentation préparée pour le Réseau des marchés émergents de l'OCDE (EmNet), Paris, OCDE, novembre.

PARRADO E. (2008), « Sovereign Development Funds : Engines of Growth in Emerging Markets? A View from Chile », ministère des Finances, Chili, présentation préparée pour le Réseau des marchés émergents de l'OCDE (EmNet), Paris, OCDE, mars.

PIMCO (2007a), *When Capital Flows Uphill : Emerging Markets as Creditors*, Pimco, San Francisco, juin. Consulter également le site : <http://www.pimco.com/>.

PIMCO (2007b), *Perils of Plenty : Can Foreign Reserves Grow Forever*, Pimco Global Central Bank Focus, San Francisco, novembre. Consulter également le site : <http://www.pimco.com/>.

PIMCO (2008), *Decoupling*, Pimco Emerging Markets Watch, San Francisco, avril.

RADHI N. (2008), « Driving the Malaysian Economy : GLC Transformation and Iskandar Development Region », Khazanah, présentation préparée pour le Réseau des marchés émergents de l'OCDE (EmNet), Paris, OCDE, mars.

REISEN H. (2008), « Fonds d'État et richesse des nations : tout s'explique... », *Repères*, n° 59, Centre de développement de l'OCDE, février. Consulter aussi dans une version plus développée : « How to Spend it : Commodity and Non-Commodity Sovereign Wealth Funds », Deutsche Bank Research, Working Paper Series, Research Notes, n° 28, juin 2008. Consulter le site : http://www.dws-investments.com/EN/docs/market-insight/comm_non_comm_Q2_08.pdf.

ROZANOV A. (2005), « Who Holds the Wealth of Nations », *Central Banking Quarterly Journal*, vol. 15, n° 4.

ROZANOV A. (2006), « A New Way to Manage Commodity Based Wealth », *Central Banking Quarterly Journal*, vol. 17, n° 1, août.

- ROZANOV A. (2008), « A Liability Based Approach to Sovereign Wealth », *Central Banking Quarterly Journal*, vol. 18, n° 3, février.
- RUIZ-ARRANZ M. et ZAVADJIL M. (2008), « Are Emerging Asia's Reserves Really Too High? », IMF Working Paper, FMI, août.
- SANTISO J. (2007), « The Emergence of Latin Multinationals », Deutsche Bank Research, Current Issues, mars.
- SANTISO J. (2008a), « Sovereign Development Funds : Are SWFs a Stability Factor for the Unwinding of Global Imbalances? », présentation préparée pour The Reinventing Bretton Woods Committee Conference « Bretton Woods II Under Stress? », Banco de España, Madrid, avril. Consulter également le site : <http://www.rbwf.org/>.
- SANTISO J. (2008b), « La emergencia de las multilatinas », *Revista de la CEPAL*, n° 95, août.
- SARTBAYEV M. et IZABASAROV A. (2008), « Managing Oil Wealth in a Transition Economy : Kazakhstan's Oil Fund », in Johnson-Calari J. et Rietveld M. (eds.), *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publications, Londres.
- SUMMERS L. (2008), « Opportunities in an Era of Large and Growing Official Wealth », in Johnson-Calari J. et Rietveld M. (eds.), *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publications, Londres.
- TRUMAN E. (2008), « The Rise of Sovereign Wealth Funds : Impacts on US Foreign Policy and Economic Interests », témoignage devant la Commission des affaires étrangères de la Chambre des représentants, Washington, mai. Consulter le site : <http://www.petersoninstitute.org/publications/papers/truman0508.pdf>.
- WANG S. (2008), « Speech Note at the ECD Conference on SWF », Société chinoise d'investissement (CIC), présentation préparée pour le Réseau des marchés émergents de l'OCDE (EmNet), Paris, OCDE, mars.