

## V / Les fonds souverains

*Hélène Raymond\**

Les fonds souverains défrayent la chronique depuis la création du fonds chinois CIC en septembre 2007. L'intérêt pour ces investisseurs publics de long terme s'est encore renforcé avec les prises de participation spectaculaires de quelques fonds souverains de pays émergents dans de grandes banques occidentales en difficulté fin 2007-début 2008. Ces prises de participation ont illustré de façon frappante la thèse du passage d'un monde économique unipolaire dominé par les États-Unis, à celle d'un monde multipolaire, où des pays émergents accéderaient au rang de puissances économiques de premier plan. Les craintes exprimées à cet égard tournent notamment autour de l'idée que les prises de participation des fonds souverains pourraient favoriser des transferts de technologie [Summers, 2007] ou la constitution de monopoles et, à terme, alimenter les excédents commerciaux de leurs pays d'origine.

La montée en puissance des fonds souverains, entre 2000 et 2008, est avant tout le reflet des excédents commerciaux accumulés sur cette période par les pays asiatiques et les pays producteurs de pétrole. En d'autres termes, bien avant que les fonds souverains soient d'actualité, leurs pays d'origine accumulaient déjà des avoirs étrangers à un rythme élevé. Simplement, une très large part de ces avoirs était conservée sous une forme liquide (bons du Trésor américain...) et non sous la forme de placements

---

\* Hélène Raymond est professeur à l'université Paris Ouest Nanterre La Défense.

à long terme. Étant donné l'importance des avoirs étrangers ainsi accumulés, entre autres, par les pays du Golfe et la Chine, il était inéluctable qu'une partie en soit placée à long terme. Or, contrairement aux gouvernements des pays industrialisés, les gouvernements des pays non industrialisés – où se situent la plupart des fonds souverains – sont très largement impliqués dans les investissements extérieurs de leurs pays [Truman, 2007]. En tant qu'investisseurs publics de long terme, les fonds souverains ont ainsi eu à recycler une part des excédents commerciaux des pays non industrialisés.

La décision de créer un fonds souverain répond à des besoins macroéconomiques relativement bien identifiés dans le pays d'origine. Mais nous verrons que l'efficacité des fonds souverains relativement à ces objectifs nationaux est très inégale selon les pays. Par ailleurs, le développement sans précédent des fonds souverains ces dernières années a suscité quelques inquiétudes sur les effets de leurs investissements sur les entreprises et les marchés étrangers. Enfin, la crise financière a conduit les fonds souverains à infléchir sensiblement leurs stratégies d'investissement, et les retombées de ces choix pragmatiques, dictés par la conjoncture, pourront peser durablement sur leurs performances.

### **Qu'est-ce qu'un fonds souverain ?**

Les fonds souverains sont des fonds d'investissement publics à long terme, sans passif exigible, qui sont au moins partiellement investis en actifs étrangers. Si leur développement accéléré ces dernières années a attiré beaucoup d'attention, leur apparition est ancienne : le premier fonds souverain (Koweït Investment Authority) remonte en effet aux années 1950.

Les objectifs des fonds souverains sont divers [FMI, 2008]. Il s'agit souvent d'accumuler une épargne nationale à long terme et parfois de contribuer au financement d'une dépense future (retraite...), ou de favoriser le développement économique ; mais le fonds peut aussi servir à stabiliser l'économie nationale ou encore à réduire le coût d'opportunité de la détention de réserves de change excédentaires. Les objectifs poursuivis étant souvent multiples et pas toujours parfaitement identifiés pour chaque fonds, il est difficile de classer les fonds souverains selon leurs buts.

La typologie la plus opérationnelle des fonds souverains est donc celle qui repose sur l'origine des ressources à partir desquelles ils ont

été créés. On distingue ainsi deux grandes catégories de fonds souverains: les fonds *commodity* qui ont été créés à partir des recettes d'exportation de ressources naturelles et tous les autres : les fonds basés sur un excédent de réserves de change, ceux issus de recettes de privatisation, de surplus budgétaires, de regroupements d'entreprises nationales, de dons, etc. Le tableau 1 donne l'actif des principaux fonds souverains, en distinguant entre fonds *commodity* – dont les fonds tirés des recettes du pétrole – et autres fonds.

Tableau 1. L'actif des principaux fonds souverains  
(en milliards de dollars)

Fonds <i>commodity</i>		Autres fonds	
Pays (fonds)	Taille	Pays (fonds)	Taille
Émirats arabes unis (ADIA, ...)	725	Singapour (GIC, Temasek)	330
Arabie saoudite (SAMA)	430	Chine (CIC)	190
Norvège (GPF-Global)	320	Hong Kong (Exch fund)	190
Koweït (KIA)	200	Australie (Future fund)	40
Russie (RF, NWF)	200	Corée du Sud (KIC)	27
Qatar (QIA)	60	Malaisie (KNB)	23
Total mondial ( <i>commodity</i> et autres): 3 600 milliards de dollars			

Source: SWF Institute, avril 2009.

Le montant global des actifs gérés par les fonds souverains est estimé à environ 3 600 milliards de dollars. Cette taille est néanmoins difficile à évaluer avec précision pour plusieurs raisons. En premier lieu, malgré des progrès notables dans la diffusion de leurs informations, un certain nombre de fonds souverains restent encore relativement secrets. En second lieu, les actifs comptabilisés comme étant sous gestion de fonds souverains varient de façon importante selon les sources. Par exemple, le nouveau fonds stratégique d'investissement français est comptabilisé comme un fonds souverain par le SWF Institute, pourtant il n'entre pas dans la définition des fonds souverains retenue par le FMI, dans la mesure où il n'investit actuellement que dans des entreprises françaises.

Cette incertitude autour de la taille globale des fonds souverains est révélatrice du flou persistant autour de leur définition, malgré les efforts de clarification du FMI. Par exemple, une définition large des actifs des fonds souverains tendrait à y inclure les portefeuilles des fonds de pension publics. Mais, contrairement à un certain nombre de fonds de pension publics (à prestations définies), les fonds souverains n'ont pas de passif exigible

et ont par conséquent un horizon à encore plus long terme. Il arrive aussi que la différence soit étroite entre fonds souverains et entreprises à capitaux publics. D'un côté, des fonds souverains tels que TEMASEK ou CIC détiennent de larges participations dans des entreprises publiques locales; de l'autre, des entreprises contrôlées par des États investissent aussi à l'étranger. Enfin, les actifs comptabilisés dans les fonds souverains comprennent dans certains cas des réserves de change traditionnelles, qu'en toute rigueur il faudrait déduire.

Même si une incertitude demeure sur l'encours exact géré par les fonds souverains, les ordres de grandeur communément admis les placent devant les *hedge funds*, mais loin derrière les fonds de pension, qui gèrent un encours 8 à 9 fois supérieur. Ce n'est donc pas tant le montant de leurs actifs qui attire l'attention sur les fonds souverains que leur très forte croissance ces dernières années, à partir d'un encours de l'ordre de seulement 500 milliards de dollars en 1990. Cette montée en puissance s'est traduite aussi par la multiplication de leur nombre: selon les données du SWF Institute, 17 nouveaux fonds auraient été créés depuis 2005. Ce développement accéléré du début des années 2000 jusqu'à l'été 2008 est à relier à la hausse des prix du pétrole et à la véritable explosion des réserves de change détenues par des pays émergents. Ce dynamisme des deux sources essentielles de financement extérieur des fonds souverains explique aussi qu'ils émanent essentiellement de pays pétroliers ou de pays asiatiques riches en réserves de change.

L'aggravation de la crise, depuis septembre 2008, et l'entrée en récession de grands pays industrialisés ont diminué la tension sur les prix du pétrole et ont fortement réduit les recettes d'exportation de nombre de pays émergents, ce qui diminue les revenus affectés aux fonds souverains. En outre, les mauvaises performances des marchés et des entreprises dans lesquels les fonds souverains ont investi ne leur permettent pas, actuellement, d'autofinancer leur croissance par le réinvestissement de leurs gains. Enfin, les fonds souverains n'ont pas échappé aux moins-values. La dévalorisation des portefeuilles a réduit leurs encours, même si, n'étant pas soumis à une comptabilité en valeur de marché, les fonds souverains ne constatent pas toujours ces pertes, dès lors qu'elles restent latentes et non réalisées. La crise économique et financière devrait donc ralentir la croissance des fonds souverains et affecter durablement un certain nombre

d'entre eux. Mais le repli du prix du pétrole est transitoire et les fonds asiatiques sont encore susceptibles d'être abondés par des réserves de change qui restent considérables, même si elles augmentent moins vite que par le passé. Globalement, la crise actuelle n'a donc pas réduit les enjeux économiques autour du développement des fonds souverains, bien au contraire, même si elle a pu diminuer certaines de leurs marges de manœuvre et déplacer leurs priorités relativement à leurs objectifs initiaux.

### **Créer un fonds souverain, pour quels objectifs ?**

Les fonds souverains ont été établis par leurs pays d'origine pour atteindre un certain nombre d'objectifs macroéconomiques, et leur impact sur les économies nationales doit être jugé à l'aune de ces objectifs. Ceux-ci varient selon les fonds et la pratique peut différer de l'objectif affiché, quand il y en a un. Néanmoins, une certaine régularité se dégage, notamment, dans les objectifs des fonds *commodity*.

Les fonds *commodity* ont été créés essentiellement dans les pays exportateurs de ressources non renouvelables, afin de pallier deux des difficultés majeures qui affectent ces pays : le « syndrome hollandais » et l'instabilité économique.

*Des fonds commodity pour lutter contre la « malédiction des ressources naturelles »*

Les fonds souverains à vocation d'épargne longue sont un moyen de lutter contre la malédiction des ressources naturelles ou « syndrome hollandais » ; celui-ci tire son nom du cas des Pays-Bas qui ont connu un processus de désindustrialisation dans les années 1960, à la suite de la découverte de gisements de gaz. Après la découverte de ressources non renouvelables, les exportations et le revenu national augmentent, ce qui stimule la demande adressée au secteur des produits non échangeables (services, etc.), augmente ses prix et apprécie le taux de change réel. Cette appréciation réelle détériore la compétitivité du secteur industriel et peut produire un phénomène de désindustrialisation et un retard de développement, voire un appauvrissement net, lorsque les ressources naturelles étant épuisées, les recettes d'exportation se tarissent, tandis que l'industrie n'est plus en état de prendre le relais.

L'instauration d'un fonds souverain est un moyen de lutter contre cette malédiction, particulièrement susceptible de frapper les pays exportateurs de pétrole. En effet, le placement à l'étranger d'une part des revenus pétroliers *via* un fonds souverain réduit la demande intérieure, diminue les tensions inflationnistes et freine ainsi l'appréciation réelle de la monnaie nationale. Ce n'est donc pas un hasard si les pays exportateurs de ressources naturelles non renouvelables ont, les premiers, établi des fonds souverains et détiennent toujours la majorité des encours. Les fonds souverains sont susceptibles de jouer un rôle bénéfique de premier plan pour la croissance durable de ces pays. Le fonds norvégien GPF (Global Pension Fund) offre un bon exemple de cette catégorie de fonds à vocation d'épargne très longue.

La constitution d'une épargne de long terme n'est toutefois pas le seul objectif des fonds *commodity*. Un certain nombre d'entre eux poursuivent, à côté ou à la place d'un objectif d'épargne de long terme, un objectif de stabilisation de l'économie nationale à plus court terme.

*Des fonds de stabilisation pour contrer la volatilité des prix des matières premières*

Les fonds *commodity* qui entrent dans la catégorie des fonds de stabilisation ont pour objet la protection des revenus du pays (notamment de ses recettes budgétaires) contre les variations conjoncturelles des prix des ressources exportées. Parmi les fonds souverains de stabilisation, on trouvait notamment l'ancien Fonds de stabilisation de la Fédération de Russie – scindé en deux en 2008 – dont la mission était d'épargner durant les années où le prix du pétrole dépassait 27 dollars, afin de pouvoir contribuer au financement du budget fédéral en cas de baisse de prix sous ce seuil. L'extrême volatilité des prix des matières premières exportées induit, en effet, de fortes variations des revenus nationaux et des recettes fiscales, risquant ainsi de contraindre fortement les dépenses publiques au moment où elles sont le plus nécessaires. Afin de préserver l'économie nationale de l'impact des chocs de prix transitoires, il faut épargner le supplément de recettes lié à une hausse conjoncturelle du prix de la ressource exportée et désépargner lors d'une baisse conjoncturelle du prix. Le fonds souverain est l'instrument tout désigné de ces mouvements d'épargne. Ce principe simple est néanmoins complexe à mettre en œuvre, tant les variations

transitoires de prix sont *a priori* difficiles à différencier des variations permanentes.

*Les fonds souverains issus d'excédents de réserves de change*

Des fonds souverains se sont développés dans des pays où les réserves de change excèdent très largement les niveaux généralement considérés comme nécessaires : ceux qui permettent de couvrir trois mois d'importation et de faire face à un éventuel non-renouvellement des prêts internationaux à court terme. L'accumulation de réserves excédentaires pose en elle-même question. Elle peut en effet être le symptôme d'un désajustement du taux de change.

Mais si l'on prend comme une donnée l'existence de ces réserves de change surabondantes et que l'on s'interroge sur les arbitrages entre la part des réserves affectées à un fonds souverain et la part laissée à la banque centrale [Aizenmann et Glick, 2008], le choix de créer un fonds souverain est parfaitement rationnel. Lorsqu'un pays comme la Chine possède 1 900 milliards de dollars de réserves de change, essentiellement placées en bons du Trésor américain ou autres titres liquides, le coût d'opportunité de ces réserves faiblement rémunérées devient exorbitant, ainsi que le risque de perte en cas de dépréciation du dollar. La diversification à long terme de ces actifs étrangers *via* un fonds souverain permet d'espérer une rémunération moyenne bien supérieure et éventuellement de diminuer le risque de change.

*Les fonds souverains comme fonds de développement*

Les fonds souverains qui poursuivent un objectif de développement cherchent à diriger l'épargne nationale vers des projets de long terme, d'importance stratégique pour l'économie locale. Dans un cadre où les marchés financiers locaux sont peu développés et l'épargne nationale privée tend à fuir à l'étranger, l'instauration de fonds publics de développement chargés de gérer une partie de la richesse nationale permet de pallier les défaillances du marché et de financer l'investissement local. Néanmoins, si le fonds de développement est alimenté par les réserves de change, il doit orienter assez largement ses placements vers l'étranger, sous peine d'entrer en contradiction avec la politique de change. En effet, le financement des investissements locaux accroît la demande de monnaie nationale et pousse à son appréciation. De

la même façon, un fonds alimenté par des recettes d'exportation de matières premières n'a pas intérêt non plus à trop développer son investissement local; il faut qu'il reste largement investi à l'étranger, sinon il risque de compromettre la lutte contre l'inflation et l'appréciation réelle de la monnaie nationale.

Un des plus anciens fonds souverains de développement est le fonds TEMASEK, qui doit son origine même à la stratégie initiale de développement de l'État de Singapour, à travers l'investissement public et la création d'entreprises nationales. Cette stratégie de développement local *via* des investissements publics massifs a plutôt réussi à Singapour, même si, depuis, cet État a sensiblement infléchi sa politique de développement dans un sens plus favorable aux institutions de marché. Une large part des entreprises nationales a été privatisée. Mais TEMASEK en reste souvent l'actionnaire majoritaire, et, malgré une diversification internationale accrue de ses actifs, il demeure un acteur majeur du développement local dans cette région. Les fonds souverains *commodity* du Golfe s'inscrivent aussi dans une démarche de fonds de développement, lorsqu'ils investissent dans des infrastructures régionales. De même, la politique du fonds chinois CIC s'apparente parfois à une logique de fonds de développement, notamment lorsqu'il recapitalise les banques chinoises qui financent l'économie nationale et que sa filiale Central Huijin annonce un objectif de renforcement de la gouvernance des entreprises publiques.

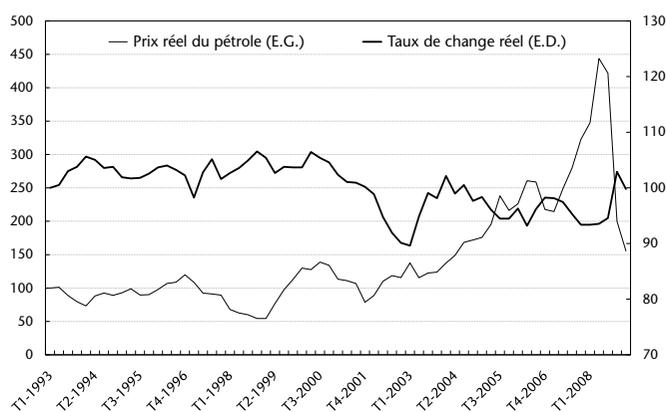
### **L'efficacité mitigée des fonds souverains relativement à leurs objectifs initiaux**

Il est encore un peu tôt pour juger de l'efficacité des fonds tirés des excédents de réserves de change, compte tenu de la création très récente du fonds chinois CIC, qui est le premier du genre, si ce n'est par la taille, du moins par les immenses réserves susceptibles de l'alimenter. On dispose de plus de recul sur les fonds *commodity*, et quelques études du FMI ont tenté de dresser un bilan de leur action.

Les fonds souverains *commodity* remplissent-ils efficacement leurs rôles de stabilisation et de lutte contre le syndrome hollandais? Leur bilan semble assez mitigé. Selon l'étude menée par Davis *et al.* [2001], il apparaît que, dans un certain nombre de pays ayant établi des fonds souverains, les dépenses publiques sont effectivement peu corrélées aux fluctuations de prix de la

ressource exportée. Cependant, les dépenses publiques ne diminuent pas significativement après la création du fonds. Les auteurs en concluent que ce sont souvent des pays déjà vertueux dans leur gestion budgétaire qui établissent des fonds souverains. Mais c'est peut-être aussi dans ces pays-là que les fonds souverains sont efficaces, au sens où ils contribuent à maintenir une situation vertueuse, à la fois en termes d'épargne de long terme et de stabilisation. Le fonds souverain norvégien est donné comme exemplaire de ce type de réussite. Il est parvenu à accumuler une richesse égale à 90 % du PIB norvégien en 2008, contre seulement 26 % en 2000. Avec la politique monétaire, ce fonds est aussi l'un des facteurs de la relative stabilité du cours réel de la couronne norvégienne (graphique 1), en dépit de la très forte hausse du prix du pétrole sur la période allant du quatrième trimestre 2001 au deuxième trimestre 2008.

Graphique 1. Le succès norvégien : une relative déconnexion entre le prix réel du pétrole\* et le taux de change réel\*\*



\* Indice (base 100 en 1993) du rapport entre le prix du pétrole brut et l'indice des prix à la consommation des États-Unis.

\*\* Indice d'évolution (base 100 en 1993) du taux de change réel moyen de la couronne norvégienne. Une hausse est ici une appréciation réelle de la couronne.

Sources : OCDE ; US Energy Information Administration (EIA).

Les pays qui connaissent des déficits publics importants et ont déjà une trop grande dépendance vis-à-vis des revenus tirés de l'exportation de leurs ressources naturelles parviennent plus difficilement à atteindre des objectifs de stabilisation interne et d'épargne. Il existe ainsi des cas d'échecs patents de fonds souverains, comme celui du fonds de stabilisation des ressources minières de Papouasie-Nouvelle-Guinée, fermé en 2001 à la suite d'un manque de cohérence globale entre l'objectif du fonds et les politiques publiques menées [Le Borgne et Médas, 2007]. Parmi les caractéristiques qui peuvent contribuer à ce type d'échecs, on peut citer une mauvaise discipline budgétaire de l'État, mais aussi la pré-affectation des revenus du fonds souverain à des dépenses spécifiques. Celle-ci peut induire une mauvaise allocation des ressources et favoriser l'accumulation de dettes publiques. Mais la flexibilité budgétaire ne suffit pas à garantir l'efficacité d'un fonds souverain si sa gouvernance reste faible et l'affectation de ses revenus opaque. Là encore, la transparence et la gouvernance du fonds norvégien sont unanimement saluées. Ce modèle n'est toutefois pas aisément transposable dans des pays n'ayant pas la même tradition démocratique ni les mêmes institutions.

### **L'impact économique des investissements des fonds souverains sur l'économie mondiale**

La montée en puissance des fonds souverains de pays émergents a suscité à partir de 2007 une vague de réactions défensives dans les grandes économies occidentales. Parallèlement, le rôle stabilisateur que peuvent avoir ces investisseurs de long terme s'est illustré dans la crise.

*Le protectionnisme financier envers les fonds souverains est-il justifié ?*

Le développement accéléré des fonds souverains et leurs prises de participation spectaculaires en 2007 et début 2008 dans de grandes banques occidentales ont suscité un vif débat sur la nécessité d'un protectionnisme financier envers les investisseurs souverains [Summers, 2007 ; Truman, 2007]. Ces demandes de protection peuvent *a priori* sembler irrationnelles. D'une part, les financements apportés par les fonds souverains bénéficient en principe à l'investissement et à l'emploi dans les pays destinataires des flux. D'autre part, il s'agit d'investisseurs de long terme, qui sont prêts à acheter lorsque les prix des actions sont à la

baisse et dont le critère de choix prioritaire n'est pas la liquidité de l'investissement [Fernandes, 2009]: ils exercent donc un impact plutôt stabilisateur sur les marchés boursiers.

L'investissement d'un fonds souverain à l'étranger peut toutefois poser un problème de souveraineté nationale, s'il conduit à la prise de contrôle d'une grande entreprise (en particulier dans un secteur stratégique), ou poser un problème de concurrence, s'il se traduit par l'acquisition d'un pouvoir de marché décisif ou par un transfert de technologie. Contrairement à ce qui pu être dit, et à l'exception du fonds norvégien qui se limite systématiquement à des participations minoritaires, il n'est pas rare que des fonds souverains détiennent des participations majoritaires dans des entreprises. Mais d'après les données disponibles [Miracky *et al.*, 2008], la plupart des participations majoritaires recensées se situent dans l'économie d'origine du fonds souverain ou dans des pays émergents. La concentration des participations majoritaires dans des pays émergents tient en partie à leur proximité géographique par rapport aux pays d'origine des fonds; elle tient aussi à la capitalisation boursière relativement réduite des entreprises des pays émergents. Par ailleurs, la protection de la concurrence et le degré de transparence exigé lors du franchissement de seuils de participation sont moins développés dans les pays émergents, ce qui peut permettre d'y prendre plus facilement des participations conséquentes, y compris dans les secteurs sensibles. Cela ne veut pas dire que les investissements directs des fonds souverains n'y aient jamais posé de difficulté, comme l'a illustré le scandale de 2006 en Thaïlande lors de l'acquisition de Shin Corp (média, satellite) par TEMASEK ou l'interdiction faite à Singapour d'augmenter les prises de participation de ses fonds souverains dans la banque indienne ICICI en août 2006.

En revanche, aucun cas de transfert non consenti de technologie n'a été signalé à la suite de l'entrée au capital d'un fonds souverain dans une entreprise étrangère. Fernandes [2009] confirme que les choix d'investissement des fonds souverains ne sont pas fonction des dépenses de recherche et développement des firmes ciblées. Il faut dire que les transferts technologiques sauvages liés à des investissements étrangers résultent habituellement d'investissements directs des pays industrialisés dans les pays émergents et non d'investissements en sens inverse, d'autant que ceux-ci prennent le plus souvent la forme de participations minoritaires. Quant aux secteurs stratégiques

des pays de l'OCDE, ils sont déjà très largement protégés par les législations nationales.

En dehors même de tout nationalisme économique, c'est le caractère public des fonds souverains qui suscite de fortes réticences quant au développement de leurs prises de participation dans les pays industrialisés. Ces pays ont fait le choix d'un libéralisme économique qui n'est pas forcément cohérent avec l'augmentation de la part des États étrangers dans la propriété de leurs entreprises. En tant qu'investisseurs publics, les fonds souverains sont soupçonnés d'être peu incités à gérer leurs fonds de façon performante et à promouvoir une bonne gouvernance dans les entreprises détenues. Les premières études sur les performances financières de long terme des prises de participation des fonds souverains ont effectivement laissé penser qu'elles pourraient être médiocres, voire négatives, malgré une première réaction positive à court terme [Raymond, 2009]. Cette dégradation à long terme du rendement des titres acquis a parfois été interprétée comme la confirmation de l'impact négatif des prises de participation des fonds souverains sur la gouvernance des entreprises. Il est toutefois difficile de réconcilier cette interprétation avec la réaction positive à court terme des prix d'actions à l'annonce d'une prise de participation par un fonds souverain. Par ailleurs, la sous-performance à long terme des investissements des fonds souverains n'est pas fermement établie. Ainsi, Fernandes [2009] trouve, au contraire, que les firmes dans lesquelles les fonds souverains investissent tendent à avoir une rentabilité et une valorisation de marché plus élevées que celles d'un échantillon de firmes témoins.

Les craintes exprimées vis-à-vis des investissements étrangers des fonds souverains ont conduit, en mai 2008, à la création d'un groupe de travail sous l'égide du FMI. Ce dernier est parvenu en octobre 2008 [IWG, 2008] à Santiago du Chili, à une définition consensuelle de principes et de bonnes pratiques des fonds souverains. L'application de ce code de bonnes pratiques repose uniquement sur une base volontaire et n'a pas de caractère contraignant. Néanmoins, il a permis de désamorcer largement les tendances protectionnistes dont pouvaient être victimes les fonds souverains. L'accord de Santiago pousse aussi les fonds souverains signataires à améliorer leur transparence et à prêter davantage attention aux questions de gouvernance.

*Les fonds souverains : un rôle stabilisateur pour une économie mondiale en crise ?*

La première phase de la crise financière, de l'été 2007 au mois de septembre 2008, a été favorable au développement des investissements des fonds souverains dans les pays industrialisés, malgré la montée parallèle de pressions protectionnistes. En effet, la baisse des prix d'actions a facilité les investissements des fonds souverains, et, dans un contexte de raréfaction des liquidités, les grandes banques en difficulté ont déroulé le tapis rouge devant ces investisseurs de long terme. Plus de 50 milliards de dollars (tableau II) ont ainsi été apportés par les fonds souverains à des banques occidentales, entre juillet 2007 et octobre 2008. Leur rôle a alors été clairement stabilisateur. Ces investissements semblaient au départ parfaitement rationnels : du fait de leur horizon de très long terme, les fonds souverains pouvaient se permettre de porter des pertes quelque temps, tandis que l'envolée parallèle des prix des matières premières accroissait les fonds qu'ils avaient à placer.

En septembre 2008, la faillite de la banque américaine Lehman Brothers a marqué l'entrée dans une seconde phase de la crise, avec une brutale aggravation de la tourmente financière. Au lieu de l'amélioration attendue, c'est la récession qui s'est installée, confirmée le premier décembre 2008 aux États-Unis par le National Bureau of Economic Research. Cette annonce avait été largement anticipée et les prix des matières premières baissaient déjà depuis juillet 2008. La baisse des prix des matières premières n'en a pas moins été très importante : l'indice S&P GSCI a ainsi perdu plus de 60 % entre juillet et décembre 2008. Dans cette seconde phase de la crise, les fonds souverains se sont trouvés dans une situation moins confortable : avec la baisse des prix des matières premières et le ralentissement du commerce mondial, leurs financements extérieurs se tarissaient, alors qu'en parallèle ils subissaient des moins-values importantes sur leurs participations et notamment les plus récentes. À titre d'illustration, on peut citer le cas de TEMASEK qui a perdu près de 40 milliards de dollars entre mars et novembre 2008 et a réalisé une moins-value de l'ordre de 70 % sur son investissement dans la banque américaine Merrill Lynch.

La politique d'investissements étrangers des fonds souverains a alors été soumise à une forte contestation dans leurs pays d'origine,

**Tableau 2. Les fonds souverains au secours des grandes banques occidentales**

(juillet 2007-octobre 2008)

Banque cible	Fonds souverain	Date	Prise de participation (en mds de dollars)
Barclays (RU)	TEMASEK (Singapour)	Juillet 2007	2,0
Barclays (RU)	China Development Bank*	Juillet 2007	3,1
Barclays (RU)	QIA (Qatar)	Juin 2008	2,8
Barclays (RU)	TEMASEK (Singapour)	Juin 2008	0,2
Barclays (RU)	China Development Bank*	Juin 2008	0,3
Citigroup (RU)	ADIA (Abu Dhabi, EAU)	Novembre 2007	7,5
Citigroup (RU)	GIC (Singapour)	Janvier 2008	6,9
Citigroup (RU)	KIA (Koweït)	Janvier 2008	3,0
Credit Suisse	QIA (Qatar)	Février 2008	0,6
Merrill Lynch (EU)	TEMASEK (Singapour)	Décembre 2007	4,4
Merrill Lynch (EU)	KIA (Koweït)	Janvier 2008	2,0
Merrill Lynch (EU)	KIC (Corée)	Janvier 2008	2,0
Merrill Lynch (EU)	TEMASEK (Singapour)	Février 2008	0,6
Merrill Lynch (EU)	TEMASEK (Singapour)	Juillet 2008	0,9
Morgan Stanley (EU)	CIC (Chine)	Décembre 2007	5,6
UBS (Suisse)	GIC (Singapour)	Décembre 2007	9,8
UBS (Suisse)	SAMA** (Arabie saoudite)	Décembre 2007	1,8
Unicredit (Italie)	LIA (Libye)	Octobre 2008	1,6
Total			53,5

\* Banque publique chinoise, qui joue ici un rôle de fonds souverain.

\*\* Banque centrale d'Arabie saoudite.

Sources: SWF Institute; Bloomberg et presse financière.

d'autant que les marchés financiers et les entreprises de ces pays se trouvaient à leur tour en proie à des difficultés grandissantes. Les Bourses d'Arabie saoudite et de Dubaï ont ainsi baissé de, respectivement, 46 % et 33 % entre septembre et novembre 2008. Dans cet environnement économique et financier incertain, des fonds souverains asiatiques [Azhar, 2008] et moyen-orientaux [Thomas, 2008] ont réduit leurs placements étrangers risqués, alors que, jusqu'à l'aggravation de la crise, leur tendance était de les accroître, conformément à leur rôle d'investisseurs internationaux de long terme.

Ce repli vers des placements plus liquides et sûrs s'est doublé, pour un certain nombre de fonds souverains, d'un recentrage sur le financement des marchés locaux et des entreprises domestiques en difficulté. On peut citer à cet égard l'exemple déjà évoqué du fonds souverain chinois CIC, mais aussi les secours apportés par les fonds KIA (Koweït) et QIA (Qatar), respectivement, à la Bourse du Koweït (septembre 2008) et aux banques qatari (octobre 2008). Mais l'exemple le plus extrême est peut-être celui de la Russie, dont le fonds de réserve est tellement mis à contribution pour financer le budget fédéral qu'il devrait être épuisé à l'horizon 2010. Là encore, le rôle des fonds souverains a été stabilisateur durant cette crise, mais cette fois au bénéfice de leurs économies d'origine. Il faut souligner que ce rôle de fonds de secours rejoint la mission d'un fonds de stabilisation, même si la motivation n'est pas ici de contrer l'impact du reflux des prix des matières premières, mais plus largement de lutter contre l'extension locale de la crise. Ce n'est d'ailleurs pas la première fois que des fonds souverains jouent un rôle de fonds de secours nationaux lors d'une crise financière. Par exemple, le fonds koweïtien KIA était déjà intervenu en mars 2006 pour soutenir le marché lors d'une précédente crise des places boursières du Golfe. À l'époque, toutefois, il ne s'agissait pas d'une crise mondiale, mais d'une crise financière régionale liée à une correction sur les jeunes marchés boursiers du Golfe, après une phase d'euphorie spéculative.

On peut se demander dans quelle mesure les fonds souverains doivent se changer en fonds de secours intérieurs durant une crise économique et financière. Est-ce que cela ne risque pas de compromettre leurs objectifs de long terme? Le fait que les fonds souverains n'aient pas stoppé complètement leurs investissements étrangers, ainsi qu'en témoignent des acquisitions récentes, laisse toutefois penser que ce recentrage vers leurs marchés internes n'est que transitoire. D'autant que, durant la première moitié de 2009, le prix du pétrole et les Bourses du Golfe ont largement progressé, relativement au creux de la fin 2008.

### **Conclusion**

Les fonds souverains inquiètent en large partie du fait de la méconnaissance qui les entoure. Cette méconnaissance est liée à la difficulté de les définir précisément et à un manque de transparence qui rend parfois difficile de chiffrer leurs encours.

Depuis octobre 2008, l'existence du code de bonnes pratiques de Santiago, validé par les principaux fonds souverains, a enclenché un mouvement vers une plus grande transparence. Cela devrait continuer à améliorer l'information disponible sur les fonds souverains et désamorcer la tentation du protectionnisme financier dans les pays occidentaux.

Les objectifs stratégiques parfois prêtés aux fonds souverains (transfert technologique, pouvoir de marché...), sont assez éloignés des motivations fondamentales de ces fonds. Les fonds *commodity* poursuivent des objectifs de stabilisation et d'épargne longue très étroitement liés aux problèmes spécifiques posés par des ressources naturelles non renouvelables. Les fonds issus des réserves de change recherchent une diversification à long terme des excédents des réserves de change. Par ailleurs, les prises de participation des fonds souverains dans les pays industrialisés sont généralement minoritaires. Et ce n'est pas parce qu'un fonds souverain détient 10 % d'une entreprise ou 13 % d'un fonds d'investissement privé, qu'il va pouvoir exproprier les autres acteurs de l'entreprise et s'approprier sa technologie.

Cela étant, les fonds souverains ne sont pas tous efficaces, quand on les juge à l'aune de leurs objectifs initiaux. Notamment, ceux tirés de ressources naturelles non renouvelables ne parviennent pas toujours à assurer une bonne gestion des revenus du pays. Mais, plus que comme une inefficacité intrinsèque des fonds souverains, il faut interpréter cela comme le signe qu'ils ne sont qu'un outil parmi d'autres de gestion de l'épargne nationale. Il faut une cohérence d'ensemble des politiques économiques pour leur assurer une certaine efficacité.

L'avenir réserve peut-être encore des surprises sur les fonds souverains. La crise actuelle les a déjà poussés à infléchir plusieurs fois leurs stratégies d'investissement. D'abord sous la forme d'importantes prises de participation dans des banques en difficulté, puis, lors de l'aggravation de la crise, sous la forme d'aides à des entreprises en difficulté dans leurs propres pays. Ils ont donc joué un rôle contra-cyclique à l'échelle internationale, puis à l'échelle locale, même si ce n'était que comme force d'appoint. Il reste à voir si cette flexibilité de leurs stratégies ne va pas finir par entrer en contradiction avec certains de leurs objectifs de long terme.

### Repères bibliographiques

- AIZENMAN J. et GLICK G. [2008], « Sovereign wealth funds: stylized facts about their determinants and governance », *NBER Working Paper*, n° 14562, décembre.
- AZHAR S. [2008], « Stung on Wall St, Asian wealth funds eye home turf », *Reuters Economic*, 28 octobre.
- BERNSTEIN S., LERNER J. et SCHOAR A. [2009], « The investment strategies of sovereign wealth funds », *NBER Working Paper*, n° 14861, avril.
- DAVIS J., OSSOWSKI R., DANIEL J. et BARNE S. [2001], « Stabilization and savings funds for nonrenewable resources: experience and fiscal policy implications », *IMF Occasional Paper*, n° 205, avril.
- FMI [2008], *Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda*, 29 février.
- FERNANDES N. [2009], « Sovereign wealth funds: investment choices and implications around the world », *mimeo*, téléchargeable sur <http://ssrn.com/abstract=1341692>, février.
- IWG [2008], *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles: Santiago Principles*, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, octobre, téléchargeable sur <http://www.iwg-swf.org>.
- LE BORGNE E. et MEDAS P. [2007], « Sovereign wealth funds in the pacific island countries: macro-fiscal linkages », *Documents de travail FMI*, n° 07/297.
- MIRACKY W., DYER D., FISHER D., GOLDNER T., LAGARDE L. et PIEDRAHITA V. [2008], « Assessing the risks: the behaviors of sovereign wealth funds in the global economy », Monitor Group, juin.
- RAYMOND H. [2009], « The effect of sovereign wealth funds involvement on stock markets », *Débats économiques*, n° 7, Banque de France.
- RAYMOND H. et TADJEDDINE Y. [2009], « L'émergence d'acteurs controversés sur le devant de la scène financière: les fonds souverains et les *hedge funds* », contribution à la troisième édition de l'ouvrage collectif *Les Systèmes financiers: mutations, crises et régulation*, Economica, Paris.
- SUMMERS L. [2007], « Funds that shake capitalist logic », *Financial Times*, 29 juillet.
- THOMAS L. [2008], « Sovereign funds now prefer hoarding cash to rescuing U.S. financial firms », *Bloomberg News*, 13 octobre.
- TRUMAN E.M. [2007], « Sovereign wealth funds: the need for greater transparency and accountability », *Policy Briefs in International Economics*, n° 07-6 (août), Peterson Institute for International Economics, Washington.