

Les effets des fonds souverains sur le système financier international

Tamara Gomes¹

Ces dernières années, les économies de marché émergentes et les pays exportateurs de matières premières ont été nombreux à bénéficier d'entrées de capitaux soutenues et à accumuler des réserves de change considérables, dont la gestion a favorisé la montée en puissance d'un groupe particulier d'acteurs financiers : les fonds souverains. Quoique ces fonds existent sous une forme ou une autre depuis les années 1950, leur récent essor les a propulsés au cœur d'un examen et d'un débat publics plus intenses. Cette attention est en grande partie liée à la création de fonds souverains par d'importantes économies, comme la Chine et la Russie, ce qui a soulevé des inquiétudes quant au rôle des États dans les marchés financiers mondiaux. Pour les guider dans la formulation de politiques relatives à ces fonds, les pays du G7 et du G20 ont confié à des organismes multilatéraux tels que le Fonds monétaire international (FMI) et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) la tâche de dresser un inventaire des pratiques exemplaires et des codes de conduite pertinents, pendant qu'eux-mêmes s'affairent à revoir les lois régissant les investissements transfrontières financés par les pouvoirs publics.

Dans le présent article, nous nous penchons sur les effets favorables et défavorables que peuvent avoir les fonds souverains sur la stabilité financière internationale. Nous concluons que, malgré certains défis, ces fonds auront vraisemblablement dans l'ensemble une influence stabilisatrice sur le système financier mondial, car, en leur qualité d'investisseurs à long terme, ils peuvent injecter des liquidités et atténuer la volatilité sur les marchés.

QUE SONT LES FONDS SOUVERAINS?

Définition, sources et objectifs

Il n'existe pas encore de définition des fonds souverains qui soit universellement acceptée. Les tentatives faites pour rendre

compte simultanément de la diversité de leurs sources, de leurs objectifs et de leurs structures de gestion débouchent souvent sur des énoncés vagues ou compliqués. Essentiellement, les fonds souverains sont de gros bassins de capitaux appartenant à des États souverains. Certaines définitions mettent l'accent sur le fait que leurs ressources sont investies dans un portefeuille très vaste d'actifs risqués, notamment des actions. Une des caractéristiques distinctives des réserves de change qui les constituent est que celles-ci sont gérées indépendamment des réserves officielles. De fait, Kimmitt (2008) décrit les fonds souverains comme des véhicules de placement de l'État financés par des avoirs en monnaies étrangères et administrés séparément des réserves officielles^{2, 3}.

Les fonds souverains diffèrent les uns des autres par l'origine de leurs ressources et leurs objectifs stratégiques ultimes. En règle générale, ils sont tous financés par les excédents du compte courant provenant principalement de deux sources, à savoir les exportations nettes de produits de base (le plus souvent, le pétrole) et les surplus de la balance commerciale. Les plus grands fonds souverains visent habituellement un ou plusieurs objectifs stratégiques, notamment la stabilisation des recettes publiques afin de lisser le règlement des dépenses prévues, la capitalisation, au profit des générations futures, d'une partie des revenus exceptionnels engrangés et l'amélioration du rendement des portefeuilles d'avoirs en devises. Les fonds souverains peuvent aussi poursuivre de multiples objectifs secondaires, tels le remboursement de la dette, le financement de projets de développement ou la réalisation

1. On trouvera une analyse plus détaillée de la question dans Gomes (2008).

2. C'est cette définition que nous avons retenue pour les besoins de notre étude.

3. Il convient de souligner que la définition de Kimmitt ne s'applique pas à l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada (RPC) ni à la Caisse de dépôt et placement du Québec, en raison de certaines caractéristiques de ces fonds, par exemple, le fait qu'ils ne gèrent aucun avoir du gouvernement ou, dans le cas de la Caisse, qu'ils administrent à la fois des fonds privés et des fonds publics. Voir Office d'investissement du RPC (2007) pour en savoir davantage sur cet organisme. En revanche, le Fonds d'épargne du patrimoine de l'Alberta entre dans la définition de Kimmitt étant donné qu'il gère les revenus provenant des redevances versées à la province par les secteurs du pétrole et du gaz naturel.

d'interventions sur le marché des changes. Le Tableau 1 donne un aperçu des principaux fonds souverains, dont le Fonds d'épargne du patrimoine de l'Alberta.

Taille relative et taux de croissance projetés

En 2007, on recensait dans le monde une quarantaine de fonds souverains, dont 20 qui ont été créés depuis 2000 (McCormick, 2008). On estime que les avoirs gérés par ces fonds totalisaient entre 2 et 3 billions de dollars É.-U., ce qui représente 2,5 % de la totalité des actifs dans le monde (Jen et Miles, 2007).

Comme l'illustre le Graphique 1, malgré leur importance, les fonds souverains sont encore relativement modestes comparativement aux caisses de retraite et aux fonds communs de

placement. Toutefois, leurs actifs sont concentrés entre les mains d'un nombre restreint d'acteurs.

Bien que la crise financière leur ait fait subir des pertes sur papier, les fonds souverains devraient connaître une expansion rapide au cours des dix prochaines années. Selon Jen et Andreopoulos (2008), ils pourraient se chiffrer d'ici 2015 à 9,7 billions de dollars et, en 2014, ils dépasseront les réserves de change officielles totales de la planète. Kern (2007) juge pour sa part que la répartition des actifs des portefeuilles des fonds souverains pourrait, au cours de la prochaine décennie, se traduire par des entrées brutes de capitaux de plus de 3 billions de dollars É.-U. dans les marchés boursiers internationaux et de 4,5 billions de dollars É.-U. dans les marchés obligataires mondiaux.

TABLEAU 1

Aperçu des grands fonds souverains

Pays et date de création des fonds souverains	Nom officiel	Réserves officielles		Truman score ^a
		Taille en milliards de dollars É.-U. (% du PIB)	en milliards de dollars É.-U. (% du PIB)	
Émirats arabes unis (1976)	Abu Dhabi Investment Authority	875 (324 %)	60 (22 %)	0,50
Singapour (1981)	Government of Singapore Investment Corporation	330 (171 %)	177 (92 %)	2,25
Norvège (1990)	Government Pension Fund — Global	369 (77 %)	50 (10 %)	23,00
Koweït (1953)	Kuwait Investment Authority	264 (165 %)	14 (9 %)	12,00
Chine (2007)	China Investment Corporation (CIC)	200 (5 %)	1 684 (40 %)	-
Russie (2004)	Stabilization Fund of the Russian Federation	192 ^b (11 %)	555 (31 %)	9,50
Singapour (1974)	Temasek Holdings	130 (67 %)	177 (92 %)	13,50
Qatar (2005)	Qatar Investment Authority	50 (43 %)	13 (11 %)	2,00
Corée (2005)	Korea Investment Corporation	30 (3 %)	258 (27 %)	9,00
Canada (1976)	Fonds d'épargne du patrimoine de l'Alberta	16	-	19,50

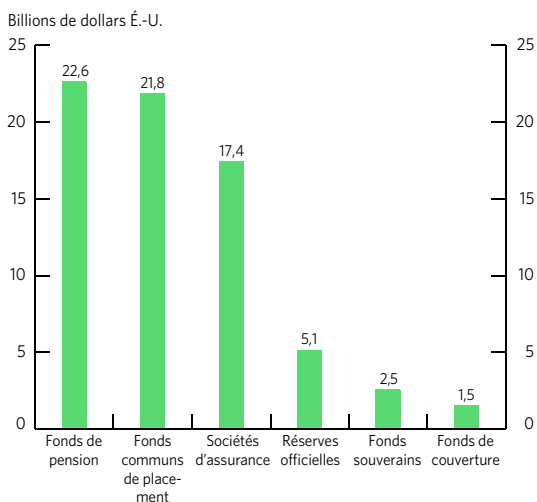
a. Truman (2007) dresse un classement des grands fonds souverains (*Truman Scoreboard*) en fonction de critères de transparence, de gouvernance, de responsabilité et autres. Il leur attribue une note fondée sur leurs réponses à 25 questions fermées (réponse par oui ou non). Aucune note n'est actuellement disponible pour la CIC.

b. Le Stabilization Fund a été scindé en deux en février 2008 pour former le Reserve Fund et le National Prosperity Fund. Le chiffre cité représente la somme des deux.

Nota : Les chiffres correspondent aux données les plus récentes; ils sont estimatifs dans le cas des fonds qui ne divulguent pas cette information. Les données du PIB sont les estimations du FMI pour 2008. Les données sur les réserves officielles sont celles du 2^e trimestre de 2008, sauf dans le cas de la Chine, pour laquelle nous donnons celles du 1^{er} trimestre de 2008.

Sources : Truman (2007); FMI, *Statistiques financières internationales*; ministère des Finances de la Fédération de Russie; Sovereign Wealth Funds Institute

Graphique 1
Taille relative des fonds souverains (2007)



L'INFLUENCE STABILISATRICE DES FONDS SOUVERAINS

L'incidence stabilisatrice des fonds souverains peut s'exercer de diverses façons. À l'échelle nationale, ces derniers ont donné aux pouvoirs publics la capacité de gérer les entrées de capitaux tout en réglant des problèmes structurels persistants, ce qui leur a permis de soutenir la croissance économique de certains pays émergents. Sur le plan international, du fait de leur taille considérable et de leurs stratégies de placement à long terme, les fonds souverains sont en mesure de fournir des liquidités et d'investir « à contre-courant » pour aider les marchés mondiaux en période de crise financière. Ces rôles sont étudiés ci-après.

Gestion des entrées de capitaux

Les fonds souverains peuvent faciliter la gestion macroéconomique des forts excédents du compte courant. En effet, en transférant leurs revenus excédentaires dans des fonds d'investissement, les États détenteurs de fonds souverains atténuent les pressions inflationnistes imputables aux entrées de capitaux poussant les taux de change nominaux à la hausse, ce qui contribue à contenir la demande d'exportations et à modérer la croissance. De même, en plaçant à l'étranger les capitaux entrants, ils sont en mesure de maintenir la stabilité du taux de change de leur monnaie lors de chocs graves. Toutefois, il arrive que cette pratique ne soit pas soutenable ou qu'elle s'avère non optimale, surtout si elle est répétée indéfiniment.

Règlement des problèmes structurels persistants

Les États détenteurs de fonds souverains peuvent investir leurs revenus excédentaires stratégiquement de manière à surmon-

ter les faiblesses structurelles de leur économie. Les fonds d'épargne facilitent les transferts intergénérationnels de richesse afin que les générations futures puissent profiter de la conjoncture favorable du moment. En outre, les placements à l'étranger permettent à ces États d'importer les connaissances et l'expertise technique dont ils ont besoin pour développer les industries locales et l'infrastructure nationale, et jeter les bases d'une croissance soutenue. Ainsi, leurs stratégies de placement peuvent contribuer à réduire les vulnérabilités macroéconomiques ou financières qui pourraient être source d'instabilité à l'avenir.

De gros investisseurs visant des horizons lointains

Un avantage des fonds souverains qui est souvent mentionné tient à leur taille considérable et à leurs horizons d'investissement lointains, grâce auxquels ils sont en mesure d'injecter des liquidités dans les marchés financiers mondiaux et de fournir ainsi des capitaux à ceux qui en ont besoin. Parce que ces fonds ont pour mandat de viser le long terme, ils peuvent surmonter les fluctuations temporaires et agir à contre-courant, en investissant lorsque les marchés sont aux prises avec des tensions. Ce rôle a été mis en évidence en 2007 lorsque les fonds souverains ont investi plus de 85 milliards de dollars pour aider à recapitaliser les institutions financières de pays développés ébranlés par les pertes substantielles que la crise du marché américain des prêts hypothécaires à risque leur avait fait subir. De plus, comme ces acteurs ne sont pas soumis à des exigences particulières en matière de fonds propres, ils n'ont pas tendance à liquider rapidement leurs positions lorsque les marchés se détériorent, ce qui favorise la stabilité financière.

Étant donné qu'ils visent à préserver la valeur des actifs, les fonds classiques de gestion des réserves de change privilégient habituellement des placements sûrs et liquides offrant un rendement modeste. Les fonds souverains poursuivent un tout autre objectif, soit d'obtenir un rendement plus élevé sur leurs avoirs au moyen de la diversification de leur portefeuille entre différentes devises et catégories d'actifs. Cela implique principalement que ces portefeuilles comportent une forte proportion d'actions. Selon la taille du fonds (surtout par rapport aux réserves officielles), cette approche peut représenter un changement important et donner lieu à un net accroissement des revenus de placement.

La recherche de rendements accrus amène les fonds souverains à s'exposer à des risques plus élevés. Ils tentent donc de répartir ces risques en investissant dans une variété d'actifs et de devises, d'où une diversification de leurs recettes en devises. De plus, comme les fonds souverains constituent une source de revenus supplémentaire pour les pouvoirs publics, ils réduisent à la marge la dépendance de ces derniers à l'égard d'une variable macroéconomique donnée (par exemple, la production de pétrole).

LES RISQUES POTENTIELS POUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Bien qu'ils puissent procurer des avantages au système financier international, les fonds souverains présentent aussi plusieurs risques potentiels.

Développement d'un comportement moutonnier

Du fait de l'existence des fonds souverains, des capitaux considérables se trouvent mis entre les mains d'un nombre limité de grands joueurs dont la tolérance au risque est beaucoup plus élevée que celle des gestionnaires de réserves de change classiques, les autorités monétaires par exemple. Autrement, les excédents seraient distribués parmi les citoyens, dont on peut supposer que les préférences en matière de risque se répartissent uniformément.

La présence de ces acteurs de taille pourrait encourager le développement d'un comportement moutonnier dont les retombées potentiellement négatives réduiraient l'efficacité du marché. L'importance des retombées en cause dépendrait de l'information véhiculée par une telle tendance et des signaux perçus par les petits opérateurs (Corsetti et autres, 2004).

S'il n'est pas exclu que les fonds souverains encouragent des comportements d'imitation, le risque qu'ils cherchent délibérément à déstabiliser ou à manipuler les marchés est très faible. En effet, ils s'efforcent habituellement de diversifier leurs portefeuilles plutôt que d'investir dans une catégorie d'actifs particulière.

Manque de transparence, poursuite d'objectifs non financiers et protectionnisme financier

Comme l'a révélé Truman (2007), les fonds souverains ont des pratiques très variables en matière d'information et de gouvernance. Certains, tels ceux de l'Alberta et de la Norvège, procèdent à une divulgation complète et transparente et appliquent des normes de gestion élevées, tandis que d'autres, les fonds souverains des États du Golfe, par exemple, fournissent peu d'information, voire aucune, ce qui pourrait créer de la volatilité à court terme sur les marchés. Il convient notamment de mentionner que nombre de grands fonds souverains sont remarquablement opaques en ce qui concerne leurs objectifs d'investissement. Cette situation a amené de nombreux milieux de décideurs à craindre que certains fonds visent des objectifs autres que le rendement, c'est-à-dire qu'ils tentent d'investir dans des secteurs névralgiques pouvant compromettre la sécurité nationale et économique.

Des décisions d'investissement fondées sur des raisons stratégiques par des fonds souverains disposés à offrir, pour certains

actifs, des prix supérieurs à la valeur marchande risquent de provoquer une distorsion des prix qui aurait pour effet de saper l'efficacité des marchés. Il faut aussi tenir compte de la réaction des pays d'accueil. Quoiqu'un tel risque ne soit pas inhérent aux fonds souverains, certains observateurs craignent une riposte protectionniste à l'encontre de ces derniers, ce qui limiterait les investissements transfrontières et briderait la croissance économique. Les économies occidentales pourraient opter pour l'adoption de barrières empêchant la libre circulation des capitaux. Non seulement de telles politiques auraient des répercussions néfastes sur les fonds souverains, mais elles pourraient aussi nuire à d'autres investisseurs institutionnels, comme les fonds de pension nationaux.

Presque tous les pays sont déjà dotés de lois qui protègent la sécurité nationale et économique; des mesures supplémentaires pourraient entraver l'allocation efficace et le libre mouvement des capitaux et miner les progrès réalisés à ce jour sur le plan de la libéralisation des flux de capitaux.

CONCLUSION

Tout compte fait, les fonds souverains devraient contribuer à la stabilité du système financier mondial en favorisant le bon fonctionnement des marchés financiers du globe. Certes, il est possible que des considérations politiques ou des objectifs non financiers motivent certaines actions. Toutefois, en pareil cas, comme les opérations d'investissement international sont un jeu répété, les fonds souverains pourraient faire l'objet de représailles de la part des pays d'accueil, même si celles-ci doivent se solder par des résultats sous-optimaux.

L'OCDE et le FMI ont encouragé à la fois les États détenteurs et les États bénéficiaires des fonds souverains à s'engager dans un dialogue ouvert. Le FMI a notamment fourni des services de secrétariat au Groupe de travail international sur les fonds souverains, qui a convenu récemment d'un ensemble de principes et de pratiques dont ces fonds pourront, à leur guise, s'inspirer dans leurs décisions de placement. L'adoption de pratiques exemplaires et une transparence accrue en matière de stratégies d'investissement et de gestion des risques pourraient faciliter une répartition efficace de l'épargne excédentaire et orienter les flux de capitaux vers les secteurs qui en ont le plus besoin tout en calmant les inquiétudes quant aux visées non financières des fonds souverains. En définitive, les pouvoirs publics ont tout intérêt à gérer avec prudence leurs fonds souverains. Ces instruments offrent aux pays en développement la possibilité d'acquiescer le capital financier et humain dont ils ont besoin pour développer leurs institutions et réaliser des gains de productivité, tout en favorisant la croissance à l'échelle nationale et mondiale et en contribuant à la stabilité des marchés financiers.

BIBLIOGRAPHIE

- Corsetti, G., A. Dasgupta, S. Morris et H. Song Shin (2004). « Does One Soros Make a Difference? A Theory of Currency Crises with Large and Small Traders », *The Review of Economic Studies*, vol. 71, n° 1, p. 87-113.
- Gomes, T. (2008). *The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability*, document d'analyse n° 2008-14, Banque du Canada.
- Jen, S., et S. Andreopoulos (2008). *SWFs: Growth Tempered—US\$10 Trillion by 2015*. Morgan Stanley Research, 10 novembre.
- Jen, S., et D. Miles (2007). *Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices*, Morgan Stanley Research, 31 mai.
- Jensen, M. C., et W. H. Meckling (1976). « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- Kern, S. (2007). « Sovereign Wealth Funds—State Investments on the Rise », *Current Issues*, Deutsche Bank Research, 10 septembre.
- Kimmit, R. M. (2008). « Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy », *Foreign Affairs*, vol. 87, n° 1, p. 119-130.
- McCormick, D. H. (2008). *Testimony before the Joint Economic Committee*, Trésor américain. Témoignage du sous-secrétaire aux affaires internationales devant le Comité économique mixte du Congrès. Internet : <http://www.treas.gov/press/releases/hp823.htm>.
- Office d'investissement du Régime de pensions du Canada (2007). *La Caisse du RPC et l'Office d'investissement du RPC ne sont pas des fonds souverains*, document d'information, 10 décembre. Internet : http://www.cppib.ca/files/PDF/fr/SWFBkgr_Dec10_2007_FR.pdf.
- Truman, E. M. (2007). *A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds*, communication présentée au colloque du Peterson Institute sur la politique de change de la Chine tenu à Washington le 19 octobre. Internet : <http://www.iie.com/publications/papers/truman1007swf.pdf>. ■