

FAUT-IL AVOIR PEUR DES FONDS SOUVERAINS ?

Benoît Cœuré¹

Rarement néologisme aura connu succès aussi fulgurant. En 2006, les premières analyses sont publiées sur les *Sovereign Wealth Funds*, ces fonds d'investissement public qui prospèrent dans les pays du Golfe et en Asie. 2007 : les économistes s'en mêlent, multipliant analyses, tribunes libres et propositions². Le gouvernement allemand fait état de sa préoccupation quant aux investissements stratégiques d'Etats émergents dans ses entreprises et évoque la possibilité de durcir sa réglementation des investissements étrangers³. En avril 2007, les ministres des finances du G-7 se saisissent de la question et convoquent à dîner en octobre à Washington les dirigeants des principaux fonds souverains⁴.

Puissants, mystérieux, opaques, capable de déstabiliser les marchés financiers mondiaux, bras armés de pays émergents en quête de revanche économique, préparant peut être un affrontement géostratégique ... tout a été entendu sur ces fonds qui contrôleraient aujourd'hui entre 2 et 3 000 milliards de dollars (tableau n°1). Les fonds souverains ont rejoint *Hedge Funds* et fonds de *Private Equity* au premier rang des menaces que chefs d'entreprises et dirigeants politiques occidentaux aiment à agiter pour se faire peur et animer leurs sommets.

Pourtant, les fonds souverains sont vieux comme le capitalisme. La France n'en a-t-elle pas un depuis 1816 – la Caisse des Dépôts et Consignations ? N'en a-t-elle pas créé un autre en 1998 – le Fonds de réserve des retraites ? Et les investissements à l'étranger de nos grandes entreprises publiques ont été contestés avec les mêmes arguments que ceux qui sont aujourd'hui opposés aux fonds souverains. Alors, où est la nouveauté dans la situation actuelle ? Les fonds souverains sont-ils une chance pour les pays émergents, ou un risque pour l'économie mondiale ? Pour répondre à ces questions, il faut combiner un point de vue macroéconomique (quel rôle pour les fonds souverains dans l'allocation internationale de l'épargne ?) et une approche microéconomique (peut-on laisser ces fonds prendre le contrôle d'entreprises étrangères ?). Et pour planter le décor, nous commençons par rappeler quelques faits.

¹ Professeur Chargé de cours à l'Ecole Polytechnique, Les opinions exprimées dans cet article sont strictement personnelles. Je remercie Reynold de la Boutetière, Antoinde de Salins, Ivan Odonnat et Nicolas Véron pour leurs commentaires.

² Voir par exemple les éditoriaux de Larry Summers, Jeffrey Garten, Ted Truman, Martin Wolf ou encore Nicolas Véron, en référence à la fin de ce chapitre.

³ « Steinbrück will deutsche Industrie schützen », *Der Spiegel*, 5 Juli 2007.

⁴ Voir le communiqué des ministres des finances du G-7 du 20 octobre 2007 en annexe de ce chapitre.

Tableau 1
Les vingt plus gros fonds souverains

Pays	Nom du fond	Création	Mds\$	% PIB 2006
Emirats Arabes Unis	Autorité d'investissement d'Abou Dhabi (ADIA)	1976	625	520,7%
Norvège	Fonds de pension du gouvernement – Global	1990	322	102,6%
Singapour	GIC	1981	215	169%
Koweït	Autorité d'investissement du Koweït (KIA)	1953	213	268,7%
Chine	China Investment Corporation	2007	200	8%
Russie	Fonds de stabilisation	2004	127,5	14,2%
Singapour	Temasek	1974	108	84,9%
Qatar	Autorité d'investissement du Qatar (QIA)	2005	60	185,3%
EUA (Alaska)	Fonds permanent de réserve	1976	40,2	0,3%
Brunei	BIA	1983	30	309,4%
Corée	KIC	2005	20	2,2%
Malaisie	Khazanah Nasional BHD	1993	17,9	12,3%
Venezuela	Fonden	2005	17,5	10,5%
Canada (Alberta)	Alberta Heritage Savings Trust Fund	1976	16,4	1,3%
Taiwan	Fonds national de stabilisation	2001	15,2	4%
Kazakhstan	Fonds national	2000	14,9	15,6%
Chili	Fonds de stabilisation économique et sociale	2006	9,7	7,6%
EAU (Doubaï)	Isithmar	2003	8	6,7%
EAU (Doubaï)	DIC	2004	6	4%
Oman	Fonds de réserve général de l'Etat	1980	6	16%
Total			2072	

Source : Standard Chartered et Oxford Analytica (Lyons, 2007).

L'univers en expansion des fonds d'investissement public

Dans la définition la plus communément acceptée, les fonds souverains sont des institutions financières publiques alimentées par l'épargne nationale, celle-ci pouvant provenir de ressources liées aux matières premières (Moyen Orient, Norvège, Russie), d'excédents budgétaires (Singapour) ou du transfert d'une partie des réserves de change de la banque centrale (Asie).

Tableau 2
Classification des fonds souverains par type de ressources

Ressources	Vingt principaux fonds
Matières premières	Abou Dhabi (ADIA), Koweït, EUA (Alaska), Brunei, Canada, Chili, Oman, Norvège, Venezuela, Russie, Kazakhstan, Doubaï (Isithmar, DIC)
Réserves de change et budget	Singapour (GIC et Temasek), Chine, Taïwan, Corée, Malaisie

Source : Standard Chartered et Oxford Analytica (Lyons, 2007).

Les fonds souverains existent depuis très longtemps : l'autorité d'investissement du Koweït (KIA) a été fondée en 1953. Mais c'est l'envolée du prix des matières premières et l'explosion des excédents courants des pays d'Asie qui en a fait dans les années 1990 des acteurs majeurs des marchés de capitaux, au même titre que les grands gestionnaires d'actifs et que les fonds de pension. Les fonds souverains sont donc les produits de deux tendances lourdes du vingt-et-unième siècle : la raréfaction des matières premières, et un système monétaire international instable où de nombreux pays accumulent délibérément des réserves comme une assurance contre la volatilité financière. Pour ces deux raisons, tout porte à croire que le phénomène va perdurer.

Il existe une continuité entre ces « fonds souverains » définis d'une manière étroite et les autres fonds d'investissement publics : fonds de réserve pour les retraites financés par des ressources budgétaires (comme le FRR français) ou par des cotisations à des caisses de retraite (comme la Caisse des Dépôts du Québec), grandes entreprises publiques (comme le Russe Gazprom, les bourses du Moyen Orient ou les grandes banques chinoises), et enfin réserves de change gérées par les banques centrales. La différence vient surtout de l'objet social des fonds et de leur politique d'investissement, mais les gouvernements peuvent à tout instant réallouer des ressources entre ces différents types de fonds. Cet effet de « vases communicants » est très important car il offre un potentiel de développement considérable aux fonds souverains. Le débat est ainsi ouvert au Japon, qui n'en a pas encore, sur la possibilité de prélever une fraction des réserves de la Banque du Japon, qui atteignaient 946 Mds\$ en septembre 2007, pour les investir à long terme⁵.

Parler de fonds « souverain », n'est-ce pas supposer tranchée la question cruciale de la finalité stratégique ou non des investissements ? Temasek défend les intérêts souverains de Singapour, mais la mission du Global Fund norvégien est purement fiduciaire. Mieux vaudrait donc abandonner la notion trop étroite de fonds souverain pour adopter celle, moins percutante mais plus pertinente, de fonds d'investissement public.

Selon le Fonds Monétaire International (FMI) (2007), les fonds gérés par des institutions publiques comprennent 5600 milliards de dollars de réserves de change et entre 1900 et 2900 milliards de dollars de fonds souverains. Toujours selon le FMI, ces fonds publics pourraient augmenter de 800 à 900 milliards de dollars par an au cours des prochaines années, ce qui amènerait leur encours total à environ 12 000 milliards de dollars en 2012.

Deux mille, trois mille milliards de dollars, est-ce beaucoup ?

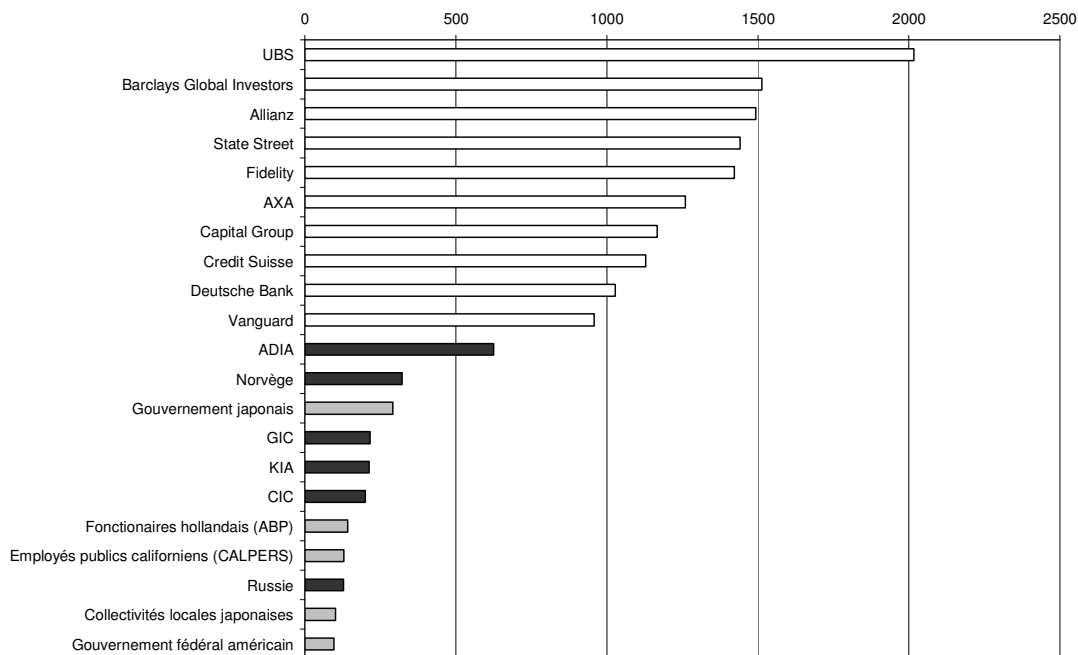
Oui bien sûr, si on rapporte la taille de chaque fonds à celle du PIB (tableau n°1) ou de la capitalisation boursière des pays concernés, dont la plupart sont des pays émergents. Mais le FMI rappelle avec raison que c'est peu à l'échelle des marchés de capitaux mondiaux : plus de dix fois moins que les actifs gérés par les investisseurs institutionnels des pays développés (53 000 milliards de dollars) et seulement un peu plus que les actifs gérés par les *hedge funds* (soit 1000 à 1500 milliard de dollars selon le Forum de Stabilité Financière). C'est également sensiblement moins que les actifs du secteur bancaire mondial (63 500 milliards d'après Deutsche Bank). Selon l'institut de recherche *Oxford Analytica*, le plus gros des fonds souverain, celui d'Abou Dhabi (ADIA), ne serait avec 625 milliards de dollars que le 11^e investisseur institutionnel au monde (graphique n°1). Ce classement est à manipuler avec précaution car les estimations des actifs des fonds

⁵ Cette proposition a été avancée par l'économiste Takatoshi Ito, membre du conseil économique du premier ministre. Le nouveau ministre des finances, M. Nukaga, a fait savoir qu'il n'y était pas favorable.

souverains sont très variables selon les sources et le tableau n'inclut pas les réserves des banques centrales. Pour prendre d'autres points de comparaison, la capitalisation boursière du NYSE est de 15 000 milliards de dollars, celle du Nasdaq, du London Stock Exchange et d'Euronext autour de 4000 milliards de dollars chacun.

Aucun fonds souverain ne peut donc exercer un pouvoir de marché sur les marchés de capitaux mondiaux, et même si tous les fonds, sous l'emprise d'un comportement moutonnier, adoptaient des règles de gestion identiques (ce qui n'est pas du tout le cas aujourd'hui), leur poids demeurerait limité.

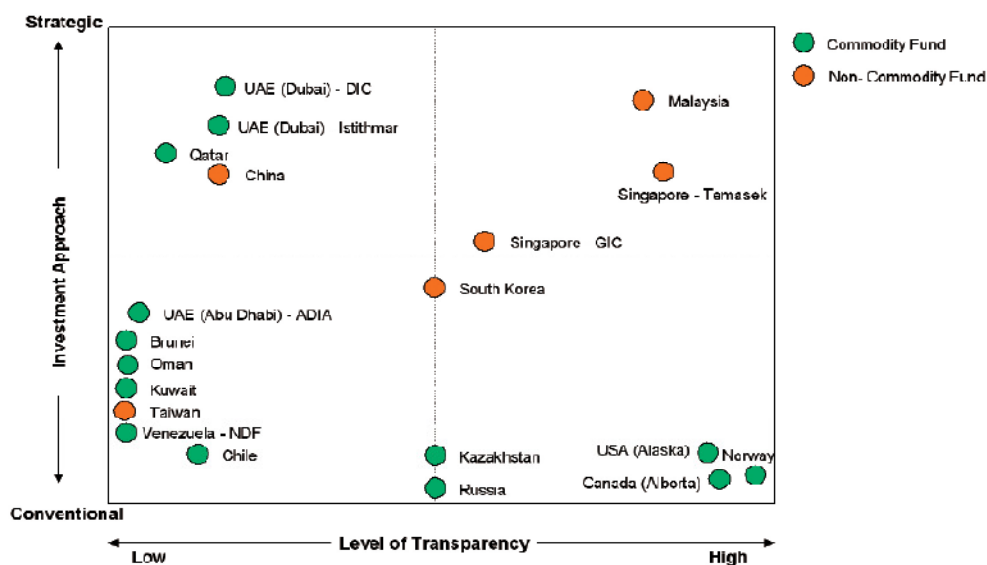
Graphique 1
Les plus gros investisseurs institutionnels, par actifs sous gestion



Note : les fonds souverains sont indiqués en noir, les fonds de pension en grisé et les gestionnaires d'actifs en blanc. Source : Oxford Analytica, Watson Wyatt.

Que sait-on des actifs détenus par les fonds souverains ? Pas grand-chose, car peu d'entre eux sont transparents sur leur allocation stratégique. Un graphique discutable, mais intéressant, d'Oxford Analytica ordonne les principaux fonds sur deux axes : selon leur degré de transparence, et selon la nature connue ou présumée de leur politique d'investissement (graphique n°2).

Graphique 2 Politique d'investissement des fonds souverains



Source: Standard Chartered and Oxford Analytica

Source : Standard Chartered et Oxford Analytica (Lyons, 2007).

L'approche « conventionnelle » est fondée sur la diversification, la gestion indicielle, et souvent des mandats de gestion déléguée donnés à des gestionnaires privés. L'approche « stratégique », quant à elle, est fondée sur des prises de participation dans des entreprises étrangères visant à acquérir un savoir faire ou à renforcer l'indépendance énergétique du pays qui investit. On voit que toutes les politiques d'investissement sont présentes, de la plus transparente (Norvège) à la plus opaque (pays du Golfe), de la plus conventionnelle (Norvège, mais également la plupart des fonds pétroliers) à la plus stratégique (Malaisie, Emirats). Dans un paysage aussi varié, il est difficile de prévoir où se situeront les nouveaux acteurs comme le fonds chinois nouvellement créé qui devrait être doté à terme de 200 milliards de dollars.

Il est généralement admis que les fonds souverains sont *long only* et, pour ceux qui se positionnent dans la partie basse du graphique 2, privilégient la gestion indicielle et déléguée. Une tendance semble en outre se dégager au fil du temps en direction d'un renforcement du poids des actions. Ainsi, le fonds norvégien a annoncé son objectif d'atteindre 60% en actions en 2010 à partir de 40% en 2006 (tableau n°3).

Tableau 3
Allocation d'actifs du « Fonds global » norvégien en 2006

Actions	40%, dont :	Europe	50%
		Amérique, Afrique	35%
		Asie, Océanie	15%
Obligations	60%, dont :	Europe	60%
		Amérique, Afrique	35%
		Asie, Océanie	5%

Source : Fonds de pension du gouvernement norvégien.

La part des actifs plus « exotiques » (matières premières, *hedge funds*, change) est difficile à évaluer mais les fonds de réserve qui publient leur allocation, comme le FRR français, ne semblent s'engager dans cette direction que dans des proportions limitées et à des fins de diversification.

Une meilleure allocation internationale de l'épargne

En quoi l'apparition de ces nouveaux acteurs modifie-t-elle l'allocation internationale de l'épargne ? Si l'on met de côté les quelques fonds apparus dans les pays développés, comme la Norvège et le Canada, les fonds souverains ne sont que le reflet d'une caractéristique de l'équilibre actuel du système monétaire international : l'excès d'épargne des pays en développement, miroir du déficit d'épargne américain.

Tout a été écrit sur le sujet – 'excès global d'épargne', 'nouveau Bretton Woods', etc.(cf. par exemple Alan Ahearne et al. (2007) ou Anton Brender et Florence Pisani (2007) pour une analyse détaillée). La détermination du taux d'épargne des ménages au sein de chacune des grandes zones y joue un rôle majeur : insuffisant aux États-Unis du fait notamment de l'importance des effets de richesse, excessif en Asie émergente du fait notamment du développement insuffisant des systèmes de protection sociale. Les régimes de taux de change y contribuent aussi : les économies émergentes d'Asie privilégient la stabilité par rapport au dollar (et donc, compte tenu de leurs excédents courants, l'accumulation de réserves de change) plutôt qu'un taux de change flottant qui serait facteur d'instabilité. Enfin, et ce point est souvent sous-estimé, le développement insuffisant des marchés financiers locaux empêche l'épargne d'être recyclée localement et la force à 'transiter' par le marché financier américain avant d'être réinvestie sur place.

Dans ce contexte, qui leur préexiste, les fonds souverains jouent un rôle constructif en permettant aux pays qui épargnent d'investir dans l'économie productive des pays emprunteurs nets plutôt que de financer la dette publique. Car à quoi ressemblerait un monde sans fonds souverains ? Ce serait un monde où toute l'épargne de l'Asie et des pays du Golfe serait investie, à travers leurs banques centrales, dans des bons du Trésor américains et dans une moindre mesure européens. Or, les réserves de change asiatiques créent une distorsion sur les marchés de capitaux mondiaux en abaissant artificiellement les taux d'intérêt à long terme. Cette « prime de risque négative » a été estimée par certains à plusieurs dizaines, parfois plus d'une centaine de points de base en moins sur le taux à dix ans américain⁶. S'y est ajouté au cours des années récentes l'impact des grands fonds de pension qui provisionnent leurs engagements en achetant des obligations d'Etat (Boeri et al., 2006).

En réallouant les réserves de change vers les actions (sous forme de prises de participation directes ou d'investissement dans des indices boursiers régionaux ou mondiaux) et les obligations émises par des entreprises, les fonds souverains ont plusieurs vertus. Ils corrigent cette distorsion du marché obligataire, répartissent la hausse des cours suscitée par l'excès d'épargne mondial sur une gamme plus large d'actifs financiers, soutiennent la croissance de long terme de l'économie mondiale et incitent les systèmes politiques occidentaux à assainir leurs finances publiques en finançant moins généreusement leurs déficits. Cette modification de la structure de l'épargne mondiale doit être accueillie favorablement, et même encouragée, en incitant la Chine et le Japon à

⁶ Selon McKinsey (2007), les achats nets non-résidents d'obligations à long terme ont abaissé le taux à 10 ans américain de 130 pb en 2006, sur la base d'une élasticité estimée de 0,43 du taux long aux achats exprimés en % du PIB (Warnock et Warnock, 2005).

réduire leurs réserves de change placées en titres liquides, manifestement excessives au regard de leurs besoins monétaires.

Par ailleurs, les fonds souverains financés par les matières premières jouent un rôle de stabilisation (en permettant d'absorber une baisse temporaire du prix des matières premières) et de lissage inter-temporel (en transférant une partie de la rente à des générations qui naîtront, dans certains pays du Golfe, après la disparition des ressources naturelles). Plus généralement, les fonds souverains contribuent à la viabilité des finances publiques et sociales de leurs sponsors.

On évoque parfois le risque que créeraient les fonds souverains pour la stabilité financière. Mais il est difficile d'imaginer en quoi les investissements de ces fonds comportent des risques qui leur seraient spécifiques, sauf à supposer qu'ils mettent en place de stratégies particulièrement risquées, ce qui ne semble pas être le cas, ou que leur contrôle interne soit gravement déficient. C'est plutôt l'ignorance sur leur véritable stratégie qui pousse les acteurs de marché à sur-réagir à telle ou telle décision annoncée ou présumée d'un fonds souverain. D'où l'intérêt d'une transparence accrue, qui aidera les acteurs de marché à mieux anticiper les mouvements relatifs de prix d'actifs liés au comportement des fonds souverains.

Pour autant qu'elle soit connue, l'allocation d'actifs des fonds souverains est très diversifiée et n'est pas tombée dans les mêmes travers que les fonds de pension, que les réformes prudentielles successives ont obligé à investir en titres d'Etat (Boeri et al., 2006). Leur simple taille est une invitation à la prudence, car des réallocations brutales (par exemple, entre devises) pourraient avoir un impact sur les cours qui détruirait de la valeur pour les citoyens des pays concernés. Et il serait paradoxal de montrer du doigt les fonds souverains émergents alors que la crise financière de 2007 s'est nouée dans les grandes banques des pays développés. Le risque principal, finalement, n'est pas pour les marchés financiers des pays développés mais plutôt pour les marchés financiers émergents, ou pour certains marchés plus étroits et sensibles au risque de bulle spéculative comme l'immobilier.

Des garde-fous

Il faut naturellement des garde-fous. Ainsi, les pays endettés en devises doivent conserver des réserves de change placées en instruments liquides, suffisantes pour faire face aux décaissements. C'est l'objet de la réflexion que mène le FMI sur la gestion actif-passif des pays émergents. En outre, le raisonnement qui précède justifie l'investissement des fonds souverains en actions (indices, actions cotées voire *private equity*) mais ne peut justifier l'investissement des instruments plus spéculatifs comme les matières premières, les dérivés de crédit ou les parts de *hedge funds*. Enfin, il faut davantage encourager les fonds souverains à investir dans les marchés financiers régionaux. Une initiative comme l'*Asian Bond Fund* (ABF), créé en 2003 par onze banques centrales d'Asie et du Pacifique, va dans le bon sens mais sa taille (initialement 1 Md\$), sa composition en devises (un 'ABF2' a été créé en 2005 et doté de 2 Md\$ pour encourager les émissions en devises locales) et son allocation en actions mériteraient d'être revues.

Eviter une « guerre de l'investissement »

Le débat sur l'investissement public à l'étranger s'est cristallisé en 2007 autour des participations « stratégiques » de fonds émergents dans des entreprises de secteurs sensibles des pays émergents ou développés. Cette discussion résonne dans un contexte

marqué aux États-Unis par l'échec des projets d'investissement de deux entreprises d'Etat de pays émergents : le port de Dubaï dans P&O, qui contrôle le port de New York, et China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) dans Unocal.

Là encore, les fonds souverains ne sont que les symptômes d'un problème beaucoup plus profond : l'intégration commerciale a-t-elle pour nécessaire corollaire la liberté et la réciprocité de l'investissement? Souhaitable au plan économique pour assurer une allocation optimale de l'épargne, cette dernière ne bute-t-elle pas sur la fragmentation des espaces juridiques, le souhait des peuples de maintenir des politiques économiques nationales et leur refus d'abandonner les attributs de la souveraineté ? Et comment éviter que la montée en puissance des grands pays émergents ne suscite des réactions protectionnistes ?

Il n'y a pas de place pour des solutions à l'emporte-pièce. L'Europe a mis trente ans, du traité de Rome à l'Acte unique, pour se faire une religion sur la question. Et aujourd'hui encore, vingt ans après l'Acte unique, les gouvernements européens ne sont pas indifférents à la nationalité des acquéreurs, fussent-ils européens, dans des secteurs comme la banque ou l'énergie ... sans parler du yaourt.

Il y a dans le débat actuel sur la politique d'investissement des fonds souverains deux préoccupations, de nature différente et qui appellent des solutions distinctes.

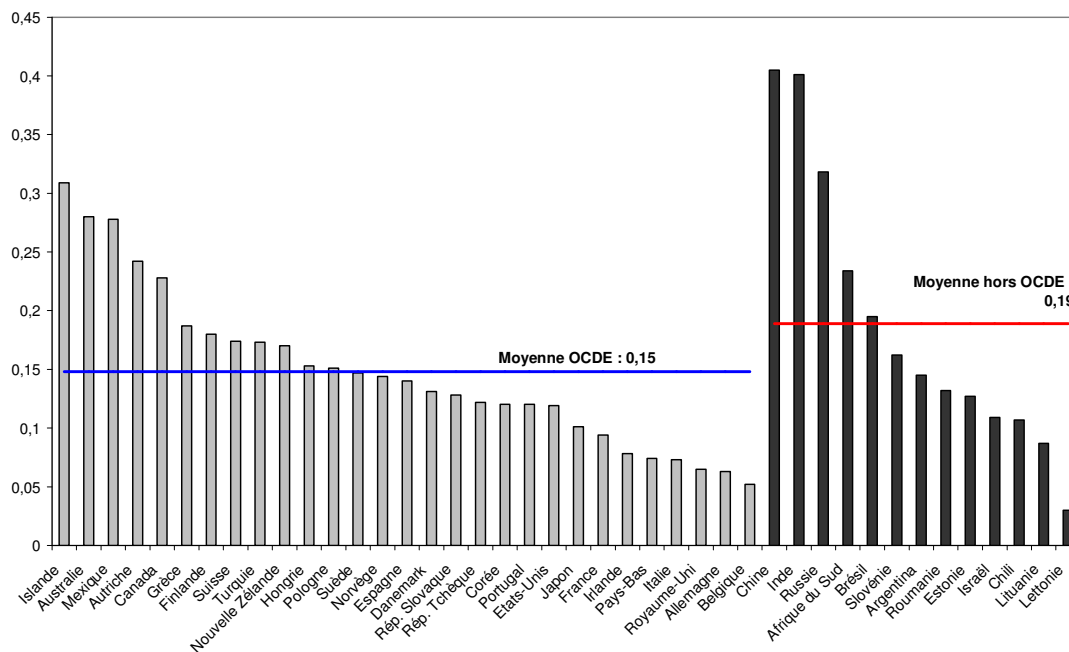
La première préoccupation a trait à la nature publique des entités considérées. « L'Etat, dit on, n'est pas un acteur comme un autre ». Et il est vrai que par nature, l'Etat-actionnaire (qu'il soit chinois, britannique ou français) ne sait pas se concentrer sur un objectif de maximisation de la valeur et internalise dans ses décisions d'investissement les diverses autres fonctions dont le peuple l'a investi : indépendance financière ou énergétique, encouragement aux transferts de technologie, montée en gamme des industries nationales, politique d'influence régionale et internationale.

Une politique industrielle « globale » est acceptable à l'intérieur d'un Etat. Est-elle efficace ? C'est une autre affaire. A Singapour, elle a fait ses preuves, mais la tendance récente dans les pays développés va plutôt, au contraire, vers l'autonomisation des structures représentant l'Etat actionnaire, pour les focaliser sur la valeur actionnariale. Mais il est sûr qu'au niveau international, cette approche ne peut être acceptée car elle ouvre la voie à l'ingérence dans la politique économique, voire dans la politique tout court des autres Etats. Pour reprendre l'exemple donné par Larry Summers (2007), quand on voit les débats que soulèvent les projets de rachat d'une entreprise de presse (en l'occurrence, le Wall Street Journal, mais la France connaît aussi ces débats), qu'en serait-il si l'acheteur potentiel était un Etat étranger ? Un exemple récent de ces difficultés est l'acquisition en 2006 par le fonds singapourien Temasek de Shin Corp, le géant thaïlandais des médias, qui a suscité une vive polémique en Thaïlande. De tels débats existent aussi entre pays développés, notamment au sein du marché unique européen. Mais on comprend la nervosité particulière des pays développés quand on sait, comme le souligne Ted Truman (2007), qu'en 2005, 60% des investissements étrangers d'Inde, de Chine, de Thaïlande, d'Indonésie, de Malaisie et de Corée étaient publics, contre 2,5% aux États-Unis. Au total, l'investissement public à l'étranger n'est acceptable qu'avec la garantie que ses objectifs sont purement financiers.

La solution : rendre les fonds souverains plus indépendants du pouvoir politique, les mandater pour remplir des objectifs stricts de maximisation sur longue période de la valeur de leur portefeuille, rendre publiques non seulement la manière dont ces objectifs ont été remplis (directement ou à travers des mandats de gestion) mais l'ensemble des méthodes

de sélection et de valorisation employées. C'est le cas, qui a valeur d'exemple, du fonds norvégien. Cela ne nécessite pas un grand degré de détail sur le contenu du portefeuille du fonds. Cette solution ne peut être atteinte par la contrainte : les pays concernés doivent comprendre d'eux-mêmes que leur intérêt financier sera ainsi mieux assuré, et que c'est la condition à remplir pour éviter que les législations protectionnistes ne prolifèrent. La réflexion appelée de ses vœux par le G-7 sur des « meilleures pratiques »⁷ pour les fonds souverains y contribuera. Mais qu'on ne se trompe pas de cible : ce sont les entreprises publiques des pays émergents, pas les fonds souverains, qui présentent les risques les plus grands, car le modèle de gouvernance esquissé ci-dessus ne peut leur être appliqué.

Graphique 3
Restrictions réglementaires aux investissements directs étrangers, fin-2006



Source : Koyama et Golub (2006).

La deuxième préoccupation n'est pas liée à la nature publique des entités concernées mais à l'absence de réciprocité. Une banque étrangère ne peut juridiquement pas prendre le contrôle d'une banque chinoise, alors que rien ne s'oppose en principe (sauf à invoquer des risques présumés pour la stabilité financière) à ce que le fonds souverain chinois prenne le contrôle d'une banque européenne. Ce scénario ne relève pas de la science-fiction : dans la seule année 2007, le gouvernement chinois a pris une participation minoritaire dans le fonds Blackstone, tandis que China Development Bank et Temasek exprimaient l'intention de prendre 10% du capital de Barclays, et Borse Dubai et l'autorité d'investissement du Qatar 48% du London Stock Exchange. Plus généralement, les législations nationales demeurent très hétérogènes en matière de contrôle des investissements directs, les grands pays émergents (Chine, Inde, Russie, Afrique du Sud, Brésil) conservant les réglementations les plus restrictives (cf. graphique n°3). La solution, ici, est d'intégrer dans les législations nationales ou, mieux, dans un accord multilatéral qui pourrait être négocié sous l'égide de l'OMC, un principe de réciprocité pour les investissements. Mais il ne faut pas aller trop loin et légitimer par ce biais de nouvelles

⁷ Voir le communiqué du G-7 en annexe.

règles protectionnistes. Les économies occidentales ont un besoin vital d'investissements étrangers, et doivent encourager leurs entreprises à investir dans les pays émergents. Et il est politiquement intenable de refuser aux pays du Sud une forme de légitimité internationale que nous avons obtenue avant eux. La « guerre de l'investissement » qu'on sent en germe dans certaines déclarations sur les fonds souverains serait dévastatrice pour la croissance mondiale.

Une solution pratique qui répondrait aux deux préoccupations sans sacrifier l'intérêt fiduciaire des fonds serait d'imposer des règles d'emprise contraignantes quant à la participation au capital d'une entreprise donnée, voire une gestion indicielle. Là encore, ces solutions ne peuvent être imposées mais les pays concernés peuvent comprendre qu'il est dans leur propre intérêt que leurs investissements se déploient dans un contexte apaisé.

Conclusion

Les fonds souverains sont les produits de deux tendances lourdes du XXI^{ème} siècle : la raréfaction des matières premières, et un système monétaire international instable où de nombreux pays voient l'accumulation de réserves comme une assurance contre la volatilité financière. Pour ces deux raisons, tout porte à croire que le phénomène va perdurer.

Le développement des fonds souverains est bon pour les pays développés, car il oriente l'épargne des économies émergentes vers leur économie productive plutôt que de financer leurs déficits publics. Il faut pour cela que l'allocation stratégique des fonds demeure prudente, conformément à leur horizon d'action. Et il faut tenter cet exercice difficile : faire une part plus grande aux marchés financiers régionaux tout en évitant d'y créer des bulles.

Les craintes exprimées aujourd'hui sont excessives. Il est de l'intérêt même des pays qui investissent de diversifier les placements des fonds, de ne pas prendre de risques excessifs qui en diminueraient la valeur, de les doter d'un contrôle interne rigoureux et surtout, de ne pas provoquer de réaction de rejet qui en briserait net le développement en suscitant une floraison de législation protectionniste. Toutes les incitations sont donc normalement en place pour que le développement des fonds souverains se fasse de manière ordonnée. Un code de bonne conduite peut y contribuer, à condition qu'il ne soit pas dicté de l'extérieur mais qu'il soit défini par tous les pays concernés. Ces craintes auront néanmoins joué un rôle utile si elles accélèrent la réflexion internationale sur la réciprocité des régimes d'investissement.

Bibliographie

Ahearne, A., J. Pisani-Ferry, B. Cline, K.T. Lee, Y.C. Park et J. Williamson (2007), « Global imbalances: Time for action » *Bruegel Policy Brief*, n° 2007-02.

Boeri, T., L. Bovenberg, B. Coeuré et A. Roberts (2006), *Dealing with the new giants: Rethinking the role of pension fund*, CEPR, Londres.

Brender, A., et F. Pisani (2007), *Les déséquilibres financiers internationaux*, Repères/La Découverte, Paris.

Fonds monétaire international (2007), *Global Financial Stability Report*, April.

Garten, J. (2007), "We need rules for sovereign funds", *Financial Times*, 8 August.

Johnson, S. (2007), "La montée en puissance des fonds souverains", *Finances & Développement*, Septembre.

Koyama, T., et S. Golub (2006), "OECD's FDI regulatory restrictiveness index: revision and extension to more economies", *OECD Working Papers on International Investment*, No. 2006/4, December.

Lyons, G. (2007), "State capitalism: The rise of sovereign wealth funds", Standard Chartered Global Research, based on research provided by Oxford Analytica, 15 October.

McKinsey Global Institute (2007), "The new power brokers: How oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity are shaping global capital markets", October.

Rodrik, R. (2007), "Misplaced concern over sovereign wealth funds", Dani Rodrik's weblog, http://rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog/

Summers, L. (2007), "Funds that shake capitalist logic", *Financial Times*, 29 July.

Truman, E. (2007), "Sovereign wealth funds: The need for greater transparency and accountability", Policy Brief No. 07-6, Petersen Institute for International Economics, August.

Véron, N. (2007), « L'été des fonds souverains », *La Tribune*, 3 septembre.

Warnock, F., et V. Warnock, « *International Capital Flows and U.S. interest rates* », Board of Governors of the Federal Reserve System, September.

Wolf, M. (2007), « We are living in a brave new world of state capitalism », *Financial Times*, 17 October.

Annexe : Extrait du communiqué des ministres des finances du G7, 20 octobre 2007

« Cross-border, market-based investment is a major contributor to robust global growth. In this context, we agreed that sovereign wealth funds (SWFs) are increasingly important participants in the international financial system and that our economies can benefit from openness to SWF investment flows. We see merit in identifying best practices for SWFs in such areas as institutional structure, risk management, transparency and accountability. For recipients of government-controlled investments, we think it is important to build on principles such as non-discrimination, transparency, and predictability. We are committed to strengthening our dialogue with countries involved and look forward to discussing these issues at our Outreach Dinner later this evening. We ask the IMF, World Bank, and OECD to examine these issues. We will explore opportunities to enhance investment flows between our economies and continue our discussions on mutual recognition of comparable securities regimes ».