

FONDS SOUVERAINS ET DÉSÉQUILIBRES FINANCIERS MONDIAUX

JOHN GIEVE *

Le débat sur les fonds souverains est en grande partie centré sur des questions politiques : ces fonds souverains servent-ils d'excuse pour réintroduire des politiques de nationalisation, et les échecs qu'on leur connaît, dans les économies de marché ? utiliseront-ils leurs prises de participation à des fins politiques ? et la fermeture aux investissements étrangers se soldera-t-elle par une nouvelle vague de protectionnisme ? Je me concentrerai dans cet article sur des questions d'ordre économique : pourquoi l'importance des fonds souverains s'est-elle à ce point accrue ces dernières années ? quelle est la relation entre ces fonds et les déséquilibres de l'économie mondiale ? quel est leur impact sur les marchés financiers et quelles politiques doivent être mises en œuvre pour faire face à leur croissance ?

171

LE CONTEXTE

Resituons au préalable le contexte. Il n'existe pas de définition officielle des fonds souverains. Je les décrirai comme des véhicules d'investissement étatiques, qui gèrent des actifs financiers étrangers avec une tolérance au risque et des objectifs de rendement plus élevés que pour la gestion des réserves en devises des banques centrales¹. La taille de ces fonds est difficilement appréciable mais ils pèsent, selon les estimations, entre 2 000 Md\$ et 3 000 Md\$.

* Sous-gouverneur, Banque d'Angleterre.

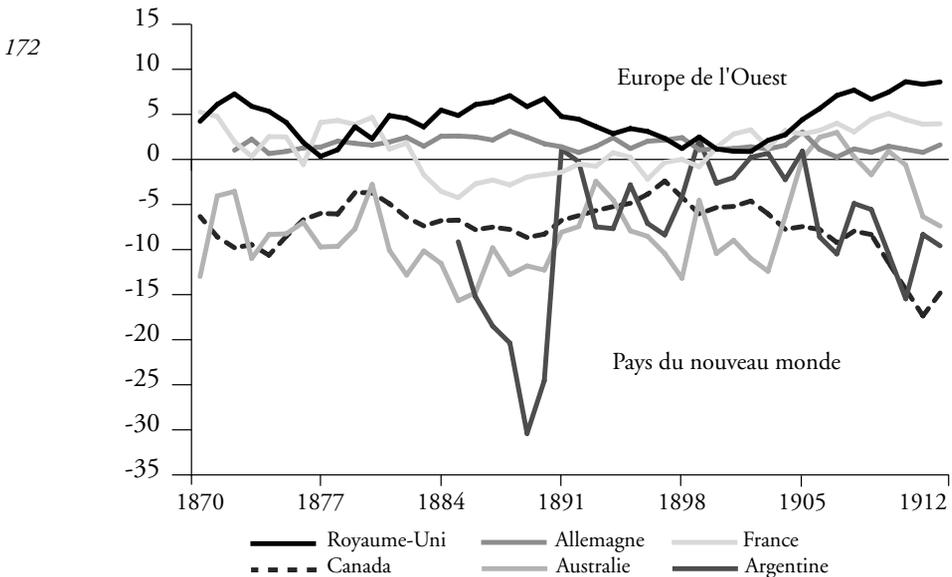
Actualisation d'un discours prononcé le 14 mars 2008 à Londres lors de la « Sovereign Wealth Management Conference ».

Les origines des fonds souverains

Les placements réalisés par les fonds souverains constituent un type de flux de capitaux transfrontaliers parmi d'autres et ont toujours été, à ce titre, étroitement liés aux déséquilibres commerciaux planétaires. Un pays affichant une balance courante excédentaire génère des sorties nettes de capitaux équivalentes et ces flux de capitaux produisent des revenus une fois investis.

Ce constat s'est vérifié au Royaume-Uni ces 150 dernières années. Le pays a enregistré des excédents au cours des cinquante années qui ont précédé la Première Guerre mondiale (cf. graphique 1) et s'est constitué d'importantes réserves d'avoirs étrangers. C'est ce qui explique en partie le solde le plus souvent excédentaire de notre compte d'investissement depuis les années 1870.

Graphique 1
Les balances des paiements courants dans la première vague
de globalisation financière, 1870-1913
 (% du PIB)



Source : Taylor A. (2002), « A Century of Current Account Dynamics », *Journal of International Money and Finance*, pp. 25-48.

Toutefois, deux éléments principaux distinguent cette étape de l'histoire des investissements britanniques à l'étranger de la situation actuelle. Il y a un siècle, les pays industrialisés investissaient dans

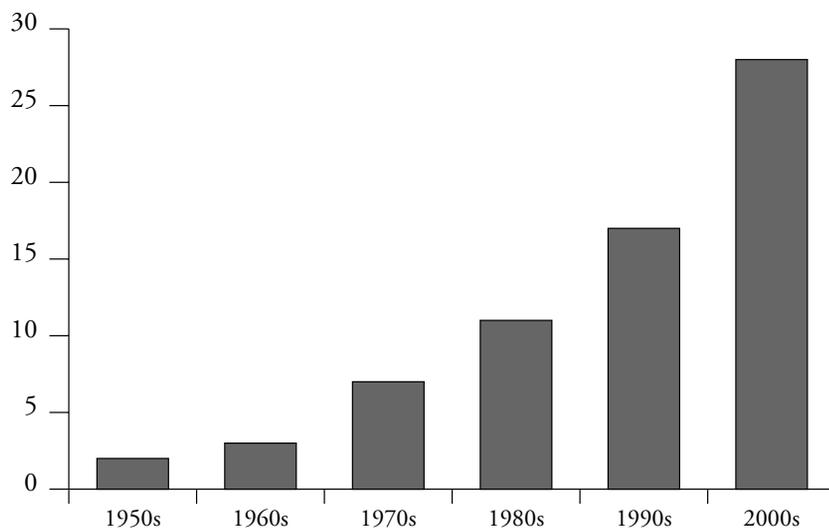
les marchés émergents (à l'époque en Amérique et en Australie), des régions aux terres immenses et aux ressources naturelles abondantes mais manquant de capital pour les faire fructifier. Le retour sur investissement était élevé. Aujourd'hui, le capital « remonte » des économies émergentes vers les économies matures. Par ailleurs, les investisseurs étaient autrefois issus pour l'essentiel du secteur privé et visaient de forts taux de rendement. De nos jours, les investisseurs sont principalement les banques centrales et les gouvernements de ce qu'on appelle les « économies de marché émergentes » (EME) et l'accumulation de réserves de change par ces derniers reflète des choix politiques.

Les fonds souverains tels qu'on les connaît actuellement existent en réalité depuis longtemps. Le premier d'entre eux (le Kuwait Investment Office) a été créé à Londres en février 1953, alors même qu'Edmund Hillary et Tenzing Norgay se préparaient à gravir le Mont Everest². Depuis, le nombre de fonds souverains a augmenté au même rythme que le nombre d'alpinistes sur la cime de l'Everest.

D'autres producteurs de pétrole ont initié la deuxième vague et créé une série de fonds pour des raisons convaincantes après la flambée des cours dans les années 1970 et 1980 (cf. graphique 2). En effet, le pétrole étant une ressource non renouvelable, les États qui en

173

Graphique 2
Nombre de fonds souverains depuis les années 1950



Sources : Morgan Stanley, Deutsche Bank.

détiennent cherchent logiquement à faire partager ces bénéfices aux générations futures en investissant une partie des recettes pétrolières dans des actifs qui seront source de revenus à l'avenir. Il en serait ainsi même si l'évolution des cours du pétrole était prévisible, ce qui, au vu des fluctuations qu'ont connues les marchés l'année dernière, n'est évidemment pas le cas. Cette incertitude quant aux revenus futurs constitue donc une autre bonne raison d'épargner dès aujourd'hui. À la fin des années 1970, certains exportateurs de pétrole ont augmenté leurs dépenses consécutivement à la hausse de leurs revenus, puis ont dû procéder à de douloureux ajustements lorsque les cours ont à nouveau chuté. Même dans un scénario d'augmentation constante des revenus, il serait judicieux d'accroître graduellement les dépenses et les investissements publics pour éviter un goulet d'étranglement de l'offre et les pressions inflationnistes qui en découleraient, d'où la nécessité des fonds souverains.

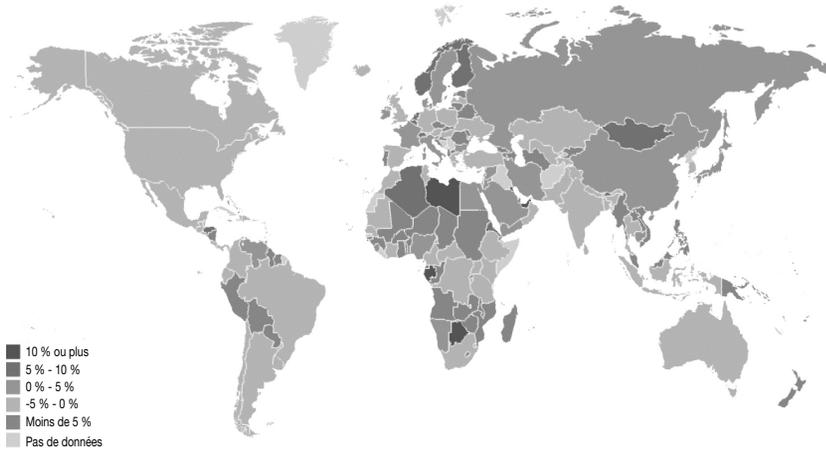
La récente montée en puissance des fonds souverains

On assiste, depuis le début du nouveau millénaire, à une explosion du nombre de fonds souverains et du montant des actifs gérés par ces derniers.

174

Ce phénomène reflète une évolution remarquable : de débitrices, les EME sont devenues créancières. Il y a dix ans, lors de la crise asiatique, les marchés émergents, dans leur ensemble, affichaient une balance courante déficitaire. Depuis, la tendance s'est inversée et les excédents de comptes courants n'ont cessé de s'amplifier, atteignant 740 Md\$ en 2007 (1,4 % du PIB mondial)³. En contrepartie, les pays dits « développés » pris collectivement, y compris les États-Unis mais également le Royaume-Uni, ont creusé peu à peu leurs déficits⁴. Bien sûr, certains pays font exception dans chaque groupe : l'Allemagne et le Japon, par exemple, qui sont d'importants créanciers, tandis que de nombreux États d'Europe Centrale et de l'Est, mais aussi d'Afrique, présentent des déficits considérables. Il reste que l'ordre des choses a été bouleversé ces dix dernières années, comme l'illustrent les cartes 1 et 2 ci-après. La plupart des pays d'Amérique du Sud et d'Asie du Sud-Est dégagent désormais des excédents. Tout aussi important probablement, les écarts se sont amplifiés, un nombre croissant d'États ayant accumulé des excédents ou des déficits équivalents à plus de 5 % de leur PIB.

Carte 1
Situation des comptes courants 1997
(% du PIB)

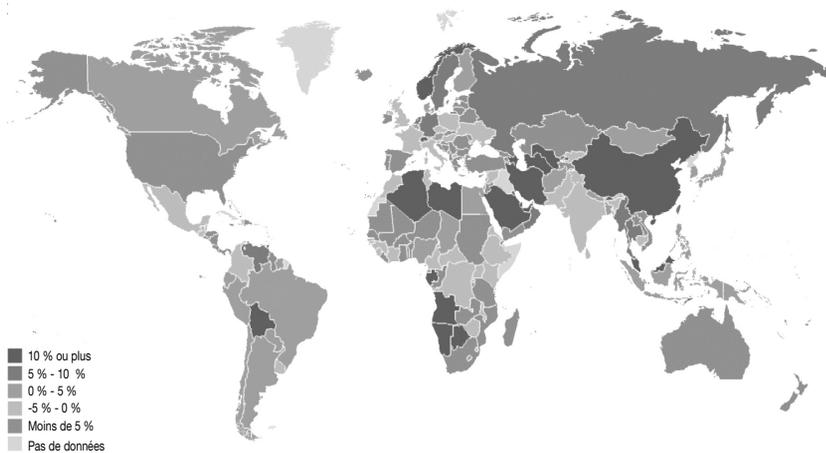


Copyright:©IMF, 2008.

Source : IMF Data Mapper, World Economic Outlook, 2008.

175

Carte 2
Situation des comptes courants en 2007
(% du PIB)



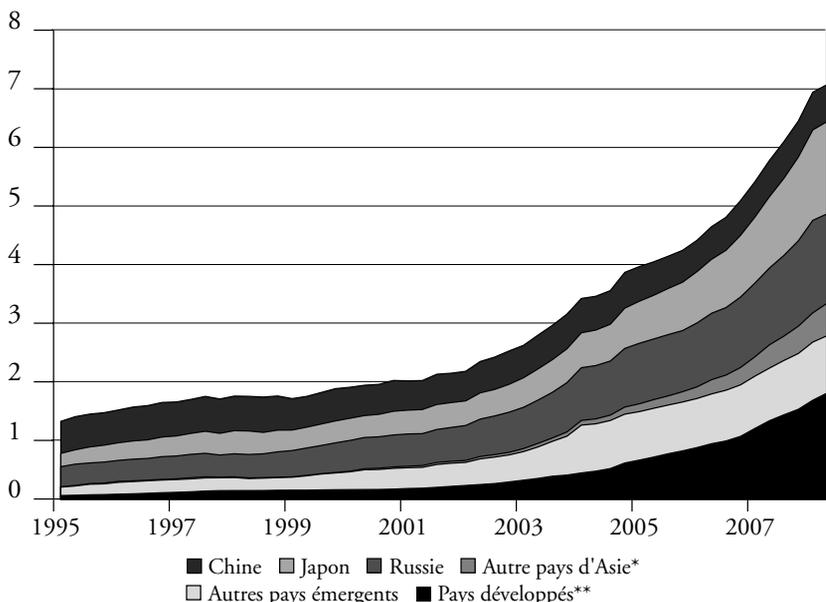
Copyright:©IMF, 2008.

Source : IMF Data Mapper, World Economic Outlook, 2008.

Il va sans dire que la hausse des cours du pétrole et d'autres matières premières explique en partie cette évolution. Mais elle n'est pas pour autant responsable des excédents considérables affichés par la majorité des économies de l'Est asiatique. En Chine, la forte croissance industrielle issue de l'augmentation de la productivité du travail n'a pas été suivie d'un accroissement équivalent des dépenses publiques, d'où une vive progression de l'épargne, supérieure même à la hausse pourtant spectaculaire des investissements. De plus, la politique volontariste de développement industriel par les exportations a ralenti la hausse de la devise chinoise qui aurait pu réduire ces déséquilibres.

C'est ainsi que les avoirs étrangers des EME, notamment des pays asiatiques (cf. graphique 3), se sont transformés pour l'essentiel en réserves au sein des banques centrales. Les actifs étrangers détenus par les banques centrales et les gouvernements des EME se montent aujourd'hui à un total de 7 500 Md\$ à 8 500 Md\$ environ, contre un montant brut de seulement 55 Md\$ pour le Royaume-Uni. Après la crise asiatique il y a dix ans, bon nombre d'économies émergentes en sont arrivées à la conclusion qu'elles avaient besoin d'une plus grande quantité de liquidités sous forme d'obligations d'États traditionnelles

Graphique 3
Les avoirs mondiaux en devises, 1995 T1-2008 T2
(milliers de Md\$)



* Chine et Japon exclus.

** Japon exclu.

Source : IMF International Financial Statistics, Datastream and Bank calculations.

afin de pouvoir faire face à la volatilité des marchés financiers, même si cette stratégie risquait de conduire à des rendements négatifs (compte tenu des fluctuations prévisibles des taux de change). Mais lorsque les réserves ont dépassé les montants justifiés, les pays émergents ont naturellement cherché à accroître le rendement de leur portefeuille en élargissant l'éventail de leurs placements.

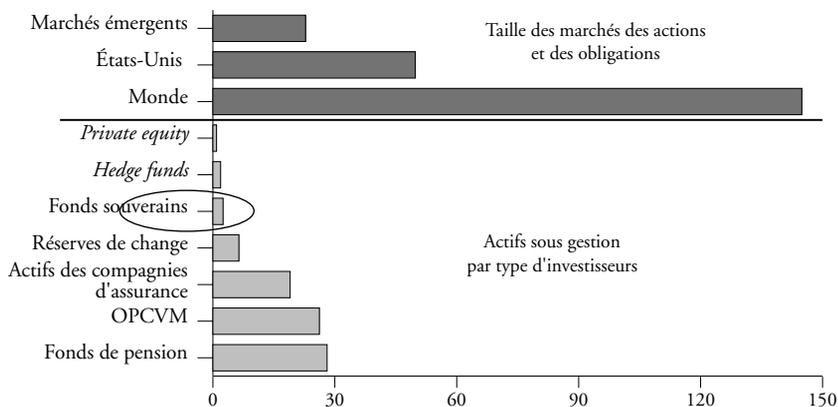
Si les excédents courants persistent dans les années à venir, les gouvernements des puissances émergentes continueront d'accumuler des actifs étrangers. D'après les estimations du FMI, les fonds souverains pourraient atteindre 6 000 Md\$ à 10 000 Md\$ d'ici les cinq prochaines années. Toutefois, ces projections demeurent hautement hypothétiques, si l'on en juge par l'effondrement des prix du pétrole et les signes récents de la résorption des déséquilibres mondiaux.

IMPACT DES FONDS SOUVERAINS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

Les chiffres que nous évoquons sont colossaux et les fonds souverains sont devenus des acteurs de premier plan dans bon nombre de marchés financiers. Nous devons pourtant prendre garde à ne pas exagérer leur impact sur le système financier mondial. Le total des actifs dont ils ont la gestion représente actuellement moins de 1/20^{ème} des capitaux détenus par les acteurs du secteur privé, tels que les fonds de pension, les fonds communs de placement et les compagnies d'assurance, ou encore les *hedge funds* et la *private equity* (cf. graphique 4). Leurs actifs

177

Graphique 4
Fonds gérés par les fonds souverains en comparaison
aux autres investisseurs et taille des marchés de capitaux, fin 2007
(milliards de Md\$)



Sources : IMF GFSER, octobre 2008, McKinsey and Company, International Financial Statistics, estimations diverses des actifs sous gestion des fonds souverains.

sous gestion représentent environ 2 % de l'actif total des marchés d'actions et d'obligations du monde entier. Même en tablant sur l'un des meilleurs scénarios de croissance et en retenant des hypothèses de prix du pétrole optimistes, l'actif sous gestion des fonds souverains ne devrait représenter, dans cinq ans, qu'environ 6 % des actifs financiers mondiaux⁵. En outre, bien que le volume des actifs gérés par les fonds souverains soit supérieur à celui des *hedge funds*, leurs investissements sont plus limités puisqu'ils ne bénéficient pas du levier d'endettement⁶.

Il est facile d'identifier les effets positifs de ces fonds sur les marchés financiers internationaux. Les fonds souverains ont un horizon d'investissement à long terme et n'ont généralement pas de passif de nature commerciale. Ainsi, lors des périodes de tension sur les marchés, ils subissent moins de pression que la plupart des investisseurs privés, souvent contraints de réduire la taille ou d'augmenter la liquidité de leurs investissements. Ils font contrepoids et constituent un facteur de stabilisation des marchés en investissant même en période de crise. Lorsque le marché mondial des actions a chuté entre 2000 et 2002, par exemple, le Government Pension Fund-Global norvégien a acheté des actions internationales en grand nombre. Certains fonds souverains ont également contribué à la stabilisation du marché dès les prémices de la crise actuelle, en injectant, de novembre 2007 jusqu'à l'été 2008, plus de 45 Md\$ de capitaux dans certaines des plus grandes banques commerciales et banques d'investissement du monde (cf. tableau 1 ci-après). Plus récemment toutefois, il semble que les fonds souverains, à l'instar d'autres investisseurs, se soient davantage tournés vers des placements plus liquides et plus sûrs.

D'un point de vue global, la conversion d'une partie des réserves placées sous forme d'obligations d'État en fonds souverains investissant dans une grande variété d'instruments devrait, à moyen terme, contribuer à améliorer la répartition des ressources, si ces investissements sont fondés sur des critères de nature commerciale. Le fait d'investir dans des actions pourrait également mettre en avant et renforcer l'intérêt mutuel que les EME et les économies développées ont à voir les sociétés cibles et leurs marchés afficher de bonnes performances. Ce faisant, l'intégration des EME dans le système financier mondial et leur participation à l'établissement des politiques mondiales pourraient s'en trouver facilitées.

D'un point de vue local, la hausse prévue de la demande d'actions par rapport à la demande d'obligations pourrait avoir des conséquences positives pour Londres et la livre sterling. En effet, si la valeur du marché britannique de la dette publique ne représente que 3 % à 3,5 % du marché mondial, les actions britanniques représentent quant à elles

Tableau 1
Injections de capitaux dans les institutions financières
par les fonds souverains depuis novembre 2007

Date d'annonce	Fonds souverain	Institution financière	Montant (Md\$)
26/11/2007	Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup	7,5
10/12/2007	GIC - Singapore	UBS	0,8
19/12/2007	China Investment Corporation	Morgan Stanley	5,0
24/12/2007	Temasek - Singapore	Merrill Lynch	4,4
15/01/2008	GIC - Singapore	Citigroup	6,9
15/01/2008	Kuwait Investment Authority	Citigroup	3,0
15/01/2008	Korea Investment Corporation	Merrill Lynch	2,0
15/01/2008	Kuwait Investment Authority	Merrill Lynch	2,0
25/06/2008	Temasek - Singapore	Barclays	0,4
25/06/2008	Qatar Investment Authority	Barclays	3,5
28/07/2008	Temasek - Singapore	Merrill Lynch	0,9
31/10/2008	Qatar Investment Authority	Barclays	3,2
TOTAL			48,6

Source : presse, rapports de marché.

179

environ 6 % de la valeur des actions mondiales. Le rapide essor des fonds souverains est également de nature à redynamiser Londres en tant que centre financier international de premier plan.

Fonds souverains et transparence

Si les fonds souverains suscitent des inquiétudes, celles-ci portent principalement sur leurs objectifs et la nature des motivations qui sous-tendent leurs investissements.

Les objectifs du secteur public peuvent en effet ne pas être seulement financiers mais répondre notamment à des intérêts politiques nationaux comme l'accès à des technologies militaires, le contrôle de ressources ou de marchés stratégiques, ou le pouvoir d'influencer l'opinion publique⁷. Du reste, le manque de transparence des fonds souverains est souvent pointé du doigt. Sous ces critiques se cache le besoin d'être rassuré sur les politiques d'investissement des fonds.

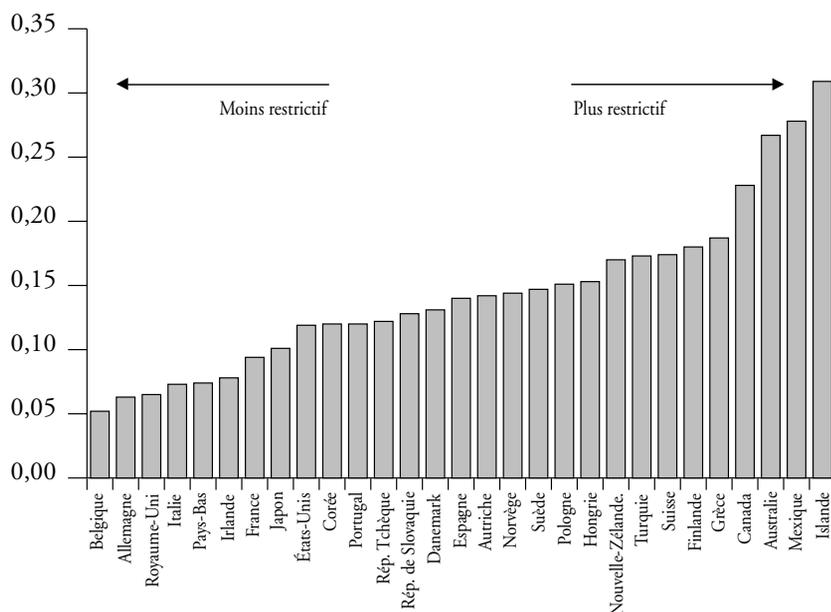
Loin de moi l'idée de réfuter la nécessité d'une plus grande transparence (sauf dans le cas à part des opérations des banques centrales sur les marchés des capitaux). Une attitude plus ouverte des fonds souverains pourrait atténuer les inquiétudes des pays d'accueil et donc limiter les réflexes protectionnistes. Elle pourrait également améliorer

la diffusion des informations aux acteurs du marché et aux citoyens en général. À ce titre, un grand nombre de fonds souverains ont collaboré l'année dernière avec le FMI pour rédiger un code de conduite non contraignant, basé sur des principes et pratiques généralement acceptés en matière de gouvernance et de transparence des fonds souverains (Principes de Santiago)⁸. Ainsi, il serait utile que l'ensemble des fonds souverains, à l'image du fonds norvégien, communiquent en toute transparence sur leur stratégie, leurs objectifs et les grandes lignes de leur politique d'investissement.

Mais les conditions doivent être les mêmes pour tous. Les arguments en faveur de la transparence s'appliquent aux autres investisseurs aussi. Les fonds souverains apprécieraient probablement de ne pas être traités comme des cas isolés et il serait bon que les mêmes pressions s'exercent sur les *hedge funds* et le *private equity* en matière de transparence. On peut, à cet égard, se féliciter de deux initiatives récentes. La première est un document établi sous l'autorité de Sir Andrew Large (mon prédécesseur au poste de sous-gouverneur de la Banque d'Angleterre chargé de la stabilité financière) qui énonce un ensemble de principes applicables sur une base volontaire par les gérants de *hedge funds*, en matière de communication financière aux investisseurs notamment. La deuxième est un rapport de Sir David Walker (ancien directeur exécutif de la Banque d'Angleterre) qui définit des directives en matière de divulgation des informations et de transparence à l'intention du *private equity*⁹. Par ailleurs, l'effort de transparence ne doit pas être unilatéral. Je sais que les fonds souverains eux-mêmes souhaiteraient souvent davantage de transparence de la part des pays d'accueil, afin de connaître l'accueil qui leur sera réservé et les règles qui leur seront appliquées.

Ces dernières années, le Royaume-Uni s'est montré plus ouvert aux investissements extérieurs et aux prises de contrôle étrangères, plus ouvert que par le passé mais aussi que la plupart des autres pays développés (et émergents). Comptant sur la réglementation du secteur des infrastructures et sur le droit de la concurrence pour contrer les abus de pouvoir sur les marchés, la plupart de nos entreprises de services publics, une grande partie du secteur financier ainsi qu'un nombre croissant de clubs de football ont aujourd'hui accepté d'être contrôlés par des capitaux étrangers. Dans sa dernière étude sur les tendances de l'investissement direct international, l'OCDE souligne que le Royaume-Uni est l'un des pays membres dont l'environnement réglementaire en matière d'investissements directs étrangers (IDE) est le moins restrictif (cf. graphique 5 ci-après). Ainsi, le Royaume-Uni, et Londres plus particulièrement, est devenu la base opérationnelle internationale de plusieurs fonds souverains.

Graphique 5
L'indice OCDE des restrictions réglementaires sur les IDE, 2006



Source : OCDE.

181

FONDS SOUVERAINS ET DÉSÉQUILIBRES MONDIAUX

Néanmoins, l'attention portée aux questions de transparence et de stratégie d'investissement des fonds souverains ne saurait masquer un constat politique bien plus important : la récente et rapide progression des fonds souverains est le reflet de déséquilibres mondiaux persistants de grande ampleur, qui représentent une constante menace pour la stabilité du système financier et de l'économie mondiale.

Déséquilibres mondiaux et crises financières

Bien que l'histoire soit ponctuée d'exemples de pays qui ont laissé perdurer leurs déficits pendant de nombreuses années, tels que l'Australie et la Nouvelle-Zélande, elle nous montre également combien les ajustements ont pu s'avérer difficiles. Dans bien des cas, les sorties de capitaux se sont accompagnées d'un très fort ralentissement de la croissance du PIB et d'une amplification des crises financières (par exemple en Amérique Latine au début des années 1980, dans les pays scandinaves au début des années 1990 et dans les économies du Sud-Est asiatique il y a dix ans), ce qui a freiné la croissance du PIB mondial ou affaibli les institutions financières internationales. Ces derniers mois également, plusieurs EME (ainsi que l'Islande) (toutes

accusant de très importants déficits commerciaux) ont dû faire face à un revirement marqué des flux de capitaux les contraignant à emprunter des fonds au FMI.

Les pays qui accusent d'importants déficits peuvent facilement être confrontés à un retournement soudain des flux de capitaux. Si les investisseurs ne sont plus disposés à financer le déficit budgétaire, les dépenses publiques de production devront être maîtrisées en conjuguant réduction des dépenses et transfert de la production vers le secteur des biens échangeables. Une étude récente réalisée par le FMI passe en revue 42 cas de correction prononcée du déficit extérieur par des pays développés au cours des quarante dernières années. Dans 25 % des cas, correspondant principalement à des pays où l'ampleur de la dépréciation réelle de la monnaie a été modeste, la croissance annuelle du PIB a chuté de 3,5 % en moyenne¹⁰.

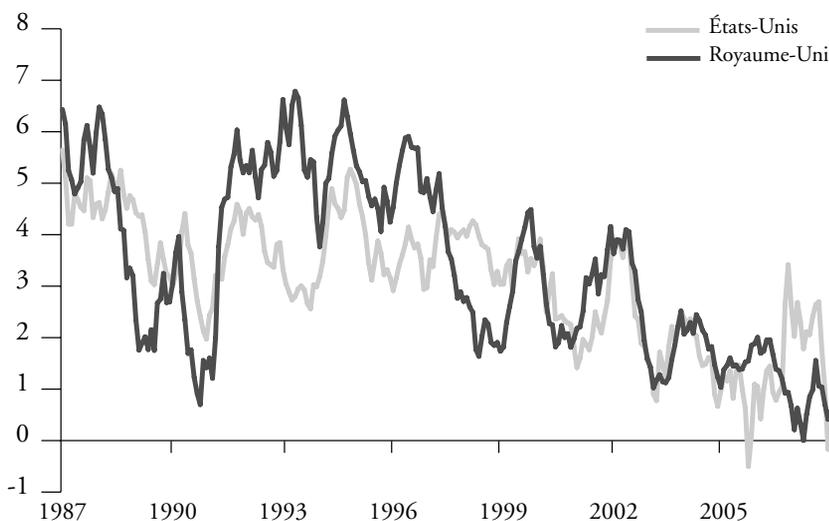
Le danger existe aussi pour les pays dont la balance courante est excédentaire. Stériliser les entrées massives de monnaies étrangères n'est pas chose aisée. Celles-ci tendent à contribuer aux bulles des prix des actifs et à la hausse de l'inflation qui peut, à son tour, miner la stabilité économique et financière. En Chine et dans les pays exportateurs de pétrole, l'effet de ces entrées de capitaux est venu s'ajouter aux conséquences d'un taux de change rattaché ou fixé par rapport au dollar en baisse jusqu'à mi-2008. Parallèlement, l'impact sur les pays excédentaires peut être important à travers le commerce extérieur si la demande intérieure dans les pays déficitaires s'effondre et par le canal financier en cas de forte dépréciation des actifs détenus par les pays créditeurs dans les pays débiteurs.

Les turbulences actuelles sur les marchés financiers occidentaux ont été largement causées par la mauvaise évaluation de la valeur des actifs financiers par les marchés occidentaux eux-mêmes ; la crise américaine du crédit hypothécaire est là pour le rappeler, mais d'autres secteurs ont été touchés. Cependant, la façon dont la crise s'est étendue tient en grande partie aux déséquilibres financiers mondiaux.

Pour citer Ben Bernanke¹¹, « l'excès d'épargne » qui s'est développé dans les pays exportateurs de pétrole et en Chine a contribué à la chute des taux d'intérêts réels à long terme¹². Au Royaume-Uni par exemple, les taux d'intérêt réels à long terme, qui correspondent à la différence entre le rendement nominal des obligations d'État à dix ans et le taux d'inflation annuel, sont passés d'environ 3,9 % en 1997 à 1,6 % en 2005. Le même constat peut être fait pour les États-Unis (cf. graphique 6 ci-après). Les taux d'intérêt des actifs peu risqués notamment ont reculé, puisque l'excédent d'avoirs étrangers a été principalement investi dans des obligations d'État¹³. Cette situation a à la fois découragé l'épargne et stimulé les prix des actifs. Afin de

préservent leur rentabilité, les opérateurs du secteur privé ont cherché à élaborer des stratégies de haut rendement basées sur des nouveaux produits qui, pensaient-ils, leur permettraient d'atteindre leurs objectifs sans courir de risque supplémentaire. Nous faisons aujourd'hui les frais de cette erreur.

Graphique 6
Taux d'intérêt réels longs* au Royaume-Uni et aux États-Unis,
1987-2007
 (%)



* Rendements nominaux sur les obligations d'État à dix ans moins le taux d'inflation sur douze mois.
 Source : Bloomberg, International Financial Statistics, Bank calculations.

183

Déséquilibres mondiaux : perspectives d'avenir

La résorption des déséquilibres mondiaux nécessite à la fois un ralentissement de la demande intérieure dans les pays affichant un déficit de la balance courante et une augmentation de la demande intérieure dans les pays en situation excédentaire. Si ce ralentissement ne se produit pas, une modification des prix relatifs internationaux - c'est-à-dire une dépréciation réelle progressive de la monnaie des pays déficitaires par rapport à celle des pays excédentaires - devra s'opérer afin de rééquilibrer la demande.

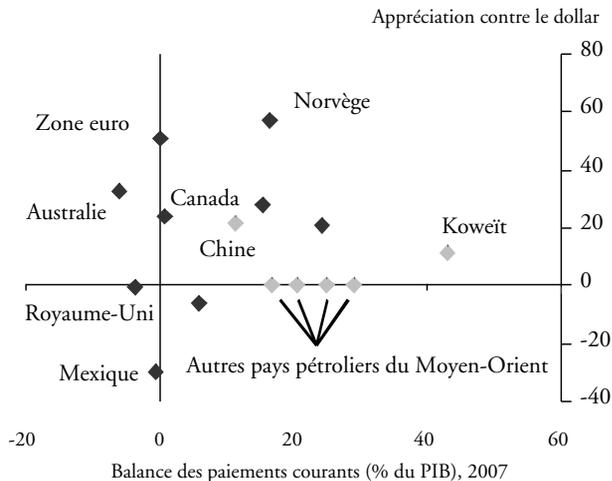
L'essor des fonds souverain peut jouer un rôle dans cette dynamique. Leur émergence est le signe que les pays excédentaires seront peut-être moins enclins, dans le futur, à accepter des actifs à faible rendement, ce qui devrait agir en faveur d'un ajustement des taux de change

et contribuer ainsi à réduire les déséquilibres mondiaux. En conséquence, si les fonds souverains représentent un produit des déséquilibres internationaux, ils peuvent également participer à leur correction.

Les États-Unis, quant à eux, ont commencé à corriger leur déséquilibre extérieur. Le déficit de la balance courante américaine, qui atteignait 6,6 % du PIB au quatrième trimestre 2005, est tombé à 4,8 % au troisième trimestre 2008. Cet ajustement a bénéficié d'une baisse marquée du dollar (environ 23 % en termes pondérés des échanges commerciaux réels) entre son sommet début 2002 et le deuxième trimestre 2008. Mais le dollar a remonté la pente après que les investisseurs en quête de liquidités et de sécurité se soient tournés vers les bons du Trésor américains notamment. Par ailleurs, depuis le début des années 2000, le billet vert a perdu moins de terrain par rapport aux devises des pays les plus excédentaires (cf. graphique 7), limitant ainsi l'ajustement des balances courantes à l'échelle mondiale. À l'avenir, le risque est que le net ralentissement du rythme des dépenses du secteur privé que l'on observe actuellement aux États-Unis et dans d'autres pays déficitaires se traduise par une réduction des excédents dans les pays fortement excédentaires, en réponse à une diminution de la croissance des revenus et des richesses nationales plutôt qu'en conséquence d'une hausse de la demande intérieure. Les cours du pétrole

184

Graphique 7
Ajustements du taux de change nominal depuis 2002*
et balances des paiements courants**



* Février 2002 à fin 2008.

** Solde courant estimé en 2007.

Source : IMF, Bank calculations.

et donc les revenus d'exportation se sont considérablement détériorés depuis l'été dernier, tout comme la croissance des exportations des économies du Sud-Est asiatique plus récemment. Il se pourrait, dès lors, que les déséquilibres ne se résorbent que si l'économie mondiale entre en récession.

Il est essentiel, par conséquent, que l'énorme écart, qui sépare actuellement le taux d'épargne et le taux d'investissement dans les EME et les pays développés présentant une balance courante fortement excédentaire, se réduise. Une plus grande flexibilité des taux de change serait bénéfique à cet égard. En outre, si le prix du baril demeure aussi bas qu'il l'est aujourd'hui, les excédents des pays exportateurs de pétrole s'ajusteront automatiquement, tandis que les gouvernements pourraient relancer les dépenses afin de soutenir la croissance du PIB, en se servant des fonds de stabilisation créés à cet effet. Les annonces du gouvernement chinois sont également encourageantes : l'introduction d'un important paquet fiscal tout d'abord, assorti de la promesse que d'autres incitations seront fournies pour maintenir la croissance si nécessaire, et un projet de relance de la consommation des ménages, au travers une accélération de la réforme du secteur financier, une amélioration des mesures de sécurité et une plus grande flexibilité des taux de change. L'économie mondiale tirerait également profit d'un net accroissement de la demande intérieure dans d'autres pays fortement excédentaires.

185

Compte tenu de la croissance des réserves de change de nombreux pays émergents, les investissements à long terme réalisés par les fonds souverains dans un souci de diversification et en fonction de critères d'ordre financier constituent une évolution positive. Une plus grande transparence, au niveau des stratégies et des objectifs des fonds, comme du traitement par les pays d'accueil des investissements étrangers, devrait permettre de dissiper les craintes et faire en sorte que les fonds souverains soient une force d'intégration du système financier mondial plutôt qu'un vecteur d'accentuation du protectionnisme financier. De surcroît, le fait que les fonds souverains et les banques centrales, auxquelles ils sont rattachés, recherchent, à moyen terme, des rendements supérieurs, et une plus grande diversification de leur actif devrait permettre de répartir plus efficacement les ressources mondiales et, partant, bénéficier tant aux EME qu'aux pays d'accueil.

Mais cette représentation somme toute positive ne devrait pas dissimuler le fait que la croissance des fonds souverains est aussi le fruit de déséquilibres commerciaux persistants entre les différents pays

du monde. Ces déséquilibres sont en partie à l'origine des faiblesses actuelles des marchés financiers internationaux et des systèmes économiques en général. Il est primordial, si l'on veut contrer la baisse de croissance du PIB mondial consécutive à la résorption de ces déséquilibres, que les pays fortement excédentaires augmentent leurs dépenses de façon significative.

NOTES

1. Une certaine confusion entoure cette définition. Les réserves des banques centrales de certains pays, traditionnellement investies dans des placements liquides et sûrs pour l'essentiel, sont de plus en plus réorientées vers des actifs plus risqués. De plus, les banques et les entreprises publiques de certains pays investissent dans des actifs étrangers qui soulèvent des enjeux politiques identiques à ceux des fonds souverains.

2. Le Kuwait Investment Office est la division des investissements de la Kuwait Investment Authority (anciennement Kuwait Investment Board), instituée par le Sheikh Abdullah Al-Salem Al-Sabah le 23 février 1953. Edmund Hillary et Tenzing Norgay ont atteint le sommet de l'Everest le 29 mai 1953.

3. Chiffres incluant les nouveaux pays industrialisés (NPI). Hors NPI, l'excédent de la balance courante est estimé à 634 Md\$ (1,2 % du PIB mondial).

4. Les déficits de la balance courante étaient supérieurs de 5 % au PIB en 2007 aux États-Unis mais aussi en Espagne, en Grèce, au Portugal, en Australie, en Nouvelle-Zélande, en Islande et en Irlande. Au Royaume-Uni, le déficit de la balance courante s'élevait à 3,8 % en 2007.

5. Morgan Stanley, *Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices*, 31 mai 2007.

6. Cela étant dit, les actifs détenus par les fonds souverains sont fortement concentrés : environ 70 % du total de l'actif sous gestion est aux mains des cinq plus grands fonds. Les plus grands fonds souverains pourraient donc avoir un impact sur certains marchés, notamment sur les plus modestes comme certains marchés émergents.

7. Notez toutefois que cette distinction entre les investisseurs étrangers publics et privés n'est pas une règle immuable. L'achat d'une équipe de football ou d'un journal par un investisseur privé étranger n'est à l'évidence pas toujours motivé par le profit.

8. International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008), *Sovereign Wealth Funds - Generally Accepted Principles and Practices - Santiago Principles*, octobre.

9. Hedge Fund Working Group (2008), *Hedge Fund Standards: Final Report*; et Walker Working Group (2007), *Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity*. Le document que l'on a appelé *Large Report* établit une série de recommandations basées sur des pratiques exemplaires en matière de transparence, de valorisation des actifs, de gestion des risques, de gouvernance et de conduite des actionnaires à l'intention des gérants de *hedge funds*. Le *Rapport Walker* est un recueil de directives à l'intention des fonds de *private equity*, sur la transparence et la communication des informations (y compris la publication à intervalles réguliers d'informations sur les caractéristiques de leur financement, leur structure de propriété et leurs projets).

10. FMI, Perspectives de l'économie mondiale (2007), « Les taux de change et l'ajustement des déséquilibres extérieurs », avril 2007, chapitre 3.

11. Bernanke B. (2007), « Global Imbalances : Recent Developments and Prospects », discours prononcé lors de la conférence de la Bundesbank à Berlin ; et Bernanke B. (2005), « The Global Savings Glut and the US Current Account Deficit », discours prononcé lors de la conférence Sandridge de la Virginia Association of Economists.

12. La faiblesse des investissements dans certains pays a également contribué au déclin des taux d'intérêt réels mondiaux. Les ratios investissement/PIB dans les nouveaux pays industrialisés, par exemple, ont fortement diminué dans le sillage de la crise des pays d'Asie du Sud-Est il y a dix ans.

13. Par exemple, F.-E. Warnock et V.-C. Warnock (2006) (dans « International Capital Flows and US Interest Rates », NBER Working Paper, 12560) estiment que les flux de capitaux publics étrangers ont entraîné une réduction du rendement nominal des bons du Trésor américains à dix ans d'environ 100 points de base au cours des six premiers mois de 2005.

