

QUI A PEUR DES FONDS SOUVERAINS ?

CHRISTOPHER BALDING *

QUELLE DIFFÉRENCE EN UN AN

En 2007, lorsque le monde a pris pour la première fois conscience de l'existence des fonds souverains, les discours rhétoriques et indignés se sont déchaînés. Lawrence Summers, l'actuel directeur du National Economic Council du président Barack Obama, a écrit que les fonds souverains « ébranlaient la logique du capitalisme ». Avec peu de preuves à l'appui, les détracteurs des fonds souverains décrivaient des scénarios dans lesquels les fonds souverains allaient mettre en danger l'architecture financière internationale, menacer la sécurité nationale et nuire aux autres pays par le biais d'un mélange nouveau de pouvoir étatique et économique.

Le début de 2009 présente un tout autre paysage pour l'économie mondiale, les fonds souverains et leurs détracteurs. L'économie mondiale connaît son plus fort repli de l'histoire moderne. L'architecture financière nationale et internationale s'est effondrée dans tous les pays du monde. Les marchés mondiaux ont été exposés à de nombreuses critiques proférées à l'encontre des fonds souverains telles qu'une régulation déficiente, des activités sans supervision et une relation malsaine entre État et entreprises.

Les fonds souverains ont été humiliés. Les Bourses mondiales et les marchés du crédit ont subi des pertes de valeurs importantes, plus de 40 % dans de nombreux cas, provoquant des pertes de portefeuille significatives. Les prix des matières premières, moteur essentiel de la croissance des capitaux des fonds souverains, se sont effondrés, le prix

215

* Université de Californie, Irvine.

du baril de pétrole passant de près de 150 dollars à environ 35 dollars. Les investissements des fonds souverains sur les marchés étrangers ont particulièrement mal performé avec leurs premiers investissements en actions financières comme Citigroup et Blackstone, provoquant de vives inquiétudes concernant de nouveaux investissements. Aujourd'hui, les gouvernements reprochent aux fonds souverains de ne pas investir davantage dans les marchés étrangers.

Enfin, les recherches sur les fonds souverains ont fourni des preuves tangibles concernant leurs activités et leur impact. En dépit des inquiétudes rhétoriques de Lawrence Summers et d'autres, rien ne prouve que les fonds souverains soient des investisseurs motivés politiquement, qu'ils menacent l'architecture financière internationale ou qu'ils sont de grands investisseurs étrangers hostiles. Les fonds souverains se sont révélés soumis aux mêmes pressions que les autres grands investisseurs quand les rendements sont devenus négatifs et la croissance de leurs capitaux a considérablement ralenti, voire basculé dans des valeurs négatives. Les prévisions démesurées et dénuées de fondement sur leur taille et leur influence sont en cours de révision à la lumière des nouvelles observations.

Dans cet article, j'étudie tout d'abord les différents types d'investissement et le rôle des fonds souverains. Ensuite, j'analyse les caractéristiques économiques des fonds souverains, en m'intéressant plus particulièrement aux arguments qui leur sont favorables ou défavorables. Et je termine par un examen des aspects politiques liés aux fonds souverains, notamment sur les marchés étrangers et concernant les critiques des gouvernements.

216

COMPRENDRE LES FONDS SOUVERAINS

La principale préoccupation concernant les investissements des fonds souverains est qu'ils n'investiraient pas pour des raisons purement économiques. Lawrence Summers avait sommairement exprimé cette inquiétude en disant : « La logique du système capitaliste dépend du fait que les actionnaires obligent les entreprises à agir de façon à maximiser la valeur de leurs actions. Il est loin d'être évident que ceci sera, avec le temps, la seule motivation des gouvernements en tant qu'actionnaires ».

En d'autres termes, les actions détenues par des fonds souverains peuvent, par exemple, devenir un enjeu politique, être utilisée pour acquérir un certain prestige ou obtenir des secrets nationaux inaccessibles aux autres. Avant d'examiner les aspects politiques ou économiques de cette affirmation, il importe de s'intéresser aux faits attestant du comportement des fonds souverains. Un examen de leurs

activités d'investissement jusqu'à aujourd'hui soulève un certain nombre de questions spécifiques. Premièrement, leurs portefeuilles ressemblent-ils à ceux d'autres grands investisseurs ? Deuxièmement, les fonds souverains ont-ils essayé d'utiliser leurs positions pour influencer des questions politiques sur le plan international ou national ? Troisièmement, les fonds souverains ont-ils agi comme des agents de l'État pour essayer d'obtenir des secrets relevant de la sécurité nationale ou de porter atteinte à d'autres États ?

À ce jour, les faits montrent que les fonds souverains ont agi comme des investisseurs économiquement motivés. Les fonds souverains présentent une certaine appétence pour le risque mais répartissent leurs fonds entre plusieurs catégories d'actifs, telles que les actions, la dette et les investissements alternatifs, en affichant une tendance régionale ou nationale (Balding, 2008). Les recherches indiquent que les investissements des fonds souverains ne sont pas liés aux performances boursières de tel ou tel titre. Les recherches indiquent que les investissements des fonds souverains ne sont pas corrélés à la performance des prix des actions, mais que les fonds souverains agissent comme des investisseurs orientés vers le profit avec un biais régional et domestique (Fotak et al., 2008 ; Chhaochharia et Laeven, 2008 ; Kotter et Let, 2008). Alors que les allocations spécifiques entre actions, dettes et investissements alternatifs peuvent varier selon les fonds, certains donnant la préférence à la dette ou aux actions, les recherches montrent que les allocations d'actifs sont réparties presque également entre dettes et actions, avec une petite partie du portefeuille investi dans des fonds alternatifs (Fernandez et Eschweiler, 2008). En dépit des préoccupations concernant leurs motivations politiques les recherches montrent que les fonds souverains agissent comme des investisseurs orientés vers le profit.

Les fonds souverains appliquent toutefois des stratégies d'investissement très différentes. Par exemple, le fonds de stabilisation russe, considéré comme un fonds souverain, est tenu par la loi d'investir tout son capital dans des valeurs à taux fixes notées AAA et libellées en dollars, en euros ou en livres sterling. À l'inverse, la Chinese Investment Corporation (CIC) s'est davantage tournée vers des actions, avec environ 30 % de son portefeuille investis en titres internationaux, notamment parce que la Banque centrale chinoise détient de nombreux titres à revenu fixe, ce qui réduit les besoins de la CIC de diversifier ses actifs. La Norvège a une répartition d'à peu près 60/40 entre les titres de dette et les actions, et aucun investissement alternatif du genre *private equity*, *hedge funds* ou produits dérivés (Balding, 2008 ; Kjaer, 2008). Le fonds souverain Temasek de Singapour et la Government Investment Corporation of Singapore (GIC) pratiquent des allocations

d'actifs similaires, mais ont également réalisé des investissements plus modestes dans des sociétés de *private equity*, généralement en partenariat avec d'autres institutions financières comme JP Morgan ou Sequoia Capital. Bien que la structure des portefeuilles ne révèle en rien les motivations des investisseurs, elle prouve néanmoins que les fonds souverains privilégient les portefeuilles prudents, tournés vers le long terme et la recherche de bénéfices.

Les fonds souverains détiennent plutôt des participations dans des sociétés régionales ou nationales. Les informations obtenues sur les fonds souverains montrent qu'ils investissent fortement dans des économies nationales et régionales (Balding, 2008 ; Chhaochharia et Laeven, 2008). La Norvège investit principalement dans des économies européennes et est tenue de le faire par la loi. Singapour investit en priorité sur son territoire et en Asie du Sud-Est. La CIC a placé près de 70 % de son portefeuille en actions domestiques. Les fonds souverains du Golfe ont fortement investi dans tout le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord. Chhaochharia et Laeven résument brièvement les tendances : « Nous avons observé que les fonds souverains, lorsqu'ils investissent à l'étranger, ont tendance à investir dans des pays qui partagent la même religion... en orientant leurs investissements vers des pays de cultures similaires ». Cette tendance à privilégier les titres nationaux est bien connue des chercheurs et reste étonnante (Kho, Stulz, et Warnock, 2006 ; Glassman et Riddick, 2001 ; Jeske, 2001). Les fonds souverains, comme les investisseurs privés, préfèrent investir près de chez eux (Rose, 2004).

Enfin, malgré des scénarios rhétoriques sur les investissements à haut risque de fonds souverains qui pourraient provoquer un effondrement financier, l'analyse de leurs portefeuilles révèle une faible appétence pour le risque. Comme nous l'avons dit plus haut, le fonds de stabilisation russe investit uniquement dans des valeurs à taux fixe notées AAA et libellées en dollars, en euros et en livres sterling. La Norvège investit la majorité de ses capitaux dans des obligations de grande qualité des pays développés et exclut particulièrement les investissements alternatifs, comme le *private equity*, les *hedge funds* et les produits dérivés, au profit d'actifs publics et liquides. La CIC n'investit pas dans des valeurs à revenu fixe présentant de faibles risques uniquement parce que sa société-mère *de facto*, la Banque centrale chinoise, détient massivement des devises et des fonds d'État. Les fonds du Golfe privilégient fortement les instruments de la dette américaine et européenne, l'Arabie Saoudite détenant ainsi près de 300 Md\$ de bons du Trésor américain. Les fonds souverains semblent prendre très au sérieux leur rôle de protecteurs des richesses nationales et intergénérationnelles en construisant des portefeuilles peu risqués.

LES CARACTÉRISTIQUES ÉCONOMIQUES DES FONDS SOUVERAINS

Jusqu'à aujourd'hui, la recherche a essentiellement porté sur la manière dont agissent les fonds souverains, mais d'autres recherches seront nécessaires pour mieux comprendre leurs caractéristiques économiques. Un certain nombre de questions sur les caractéristiques des fonds souverains à étudier ont déjà été abordées. Premièrement, selon quels critères les décideurs politiques et les spécialistes devraient-ils analyser et évaluer les fonds souverains ? Cette question survient dans le cadre de considérations juridiques, en particulier dans l'application de l'immunité reconnue aux organismes souverains et en matière de fiscalité, mais aussi dans des domaines relevant des sciences économiques et politiques. Par exemple, Chhaochharia et Laeven ont écrit : « Nous observons que, lorsque les fonds souverains investissent à l'étranger, ils tendent à choisir des pays qui partagent la même religion et des secteurs différents de ceux de leur propre pays, ce qui semble indiquer qu'ils recherchent plutôt une diversification sectorielle, tout en orientant leurs investissements vers des cultures similaires. Cette dernière règle d'investissement n'est absolument pas cohérente avec des objectifs de pure maximisation des profits ».

Leur description, bien qu'exacte en matière de comportements d'investissement, introduit un critère irréaliste : comment juger si les fonds souverains poursuivent des objectifs de « maximisation des profits » ?

Les tendances nationales, régionales et culturelles des investissements sont largement identifiées dans la littérature financière, mais sont surprenantes quand elles sont confrontées à la perspective théorique d'une plus grande diversification internationale. Cependant, Chhaochharia et Laeven évaluent les « objectifs de maximisation des profits » des fonds souverains selon des critères théoriques, plutôt que de les comparer à ceux d'autres investisseurs. Si les perspectives théoriques relatives à la construction de portefeuilles devenaient le principal critère pour définir les « objectifs de maximisation des profits », alors la plupart des investisseurs rateraient leur examen. Un critère plus raisonnable et plus réaliste pour décider si les fonds souverains ont des « objectifs de maximisation des profits » serait de comparer leurs portefeuilles à ceux d'autres grands investisseurs. En d'autres termes, comparer les observations entre elles plutôt qu'à une théorie dont on sait qu'elle ne représente pas la réalité.

Une seconde question, moins étudiée, porte sur le fait de savoir si un fonds souverain représente le véhicule le plus efficient. L'on s'en tenait auparavant à l'idée selon laquelle les fonds souverains avaient

été créés à la demande pressante des gouvernements des pays développés et des organisations multilatérales pour réduire l'impact de la volatilité des prix des matières premières, qui provoquait des cycles de prospérité et de récession. Au fil du temps, d'autres objectifs économiques, comme les transferts intergénérationnels des richesses nationales et la diversification économique, sont venus se greffer. Les fonds souverains ont toutefois été créés pour des raisons économiques et pour répondre à des problèmes économiques.

Il y a des raisons de croire que les fonds souverains publics sont bien placés pour répondre à certaines questions relatives au secteur public. Les États ont créé les fonds souverains pour traiter des problèmes économiques publics. La stabilité macroéconomique et budgétaire, les transferts intergénérationnels et le développement économique sont des questions d'intérêt public. Les États utilisent tous les outils politiques disponibles pour promouvoir la stabilité économique. La plupart d'entre eux mettent en place des organismes de transfert intergénérationnel détenus ou gérés par une entité publique, comme la Sécurité sociale, avec des mécanismes de financement qui peuvent néanmoins différer. Les États du monde entier s'attachent à favoriser le développement économique dans leur sphère d'influence, bien qu'ils doivent parfois avoir recours à des financements extérieurs ou aux marchés de capitaux pour soutenir leurs projets. De nombreux objectifs économiques fixés aux fonds souverains représentent des domaines de compétence valides pour des entités publiques, mais la question de savoir si les fonds souverains peuvent les atteindre est une autre histoire.

220

Au-delà de la question de savoir si les fonds souverains peuvent ou doivent s'attaquer aux problèmes d'économie publique, il y a peu d'études sur l'impact national ou international des fonds, sur la réduction de la volatilité macroéconomique, la gestion des transferts transgénérationnels, la promotion du développement économique ou d'autres aspects. Les études sur les fonds souverains ont principalement porté sur les portefeuilles d'investissement et les prix des actions (Balding, 2008 ; Fotak *et al.*, 2008 ; Chhaochharia et Laeven, 2008). Des études de cas sur des fonds précis sont nécessaires pour mieux comprendre le rôle des fonds souverains dans leur pays et à l'étranger.

Implicitement, les fonds souverains prélèvent un impôt sur chaque citoyen de l'État, plutôt que de distribuer le revenu national pendant l'année de sa production. En conséquence, l'État doit décider s'il permet au secteur privé, capital ou travail, de percevoir la totalité des revenus supplémentaires, ou d'en prélever une partie au bénéfice des fonds souverains. Des études ont commencé d'analyser cette

question dans les pays qui connaissent d'importantes entrées de capitaux (Blackburn et *al.*, 2008). Les décisions sur la manière d'allouer ces grands flux de capitaux auront des conséquences considérables sur l'économie.

L'État peut implicitement diriger la croissance vers le capital, le travail, l'État lui-même ou les fonds souverains. Je m'attacherai d'abord à la question de taxer le capital ou les producteurs. Les États dépendant des matières premières taxent les producteurs. Même les pays fortement développés taxent l'extraction des ressources naturelles, même s'ils peuvent affecter directement ce revenu au budget de l'État s'il ne représente pas un pourcentage très élevé. En revanche, les États dont les budgets dépendent largement des matières premières appliquent fréquemment des règles selon lesquelles leur revenu excédentaire est affecté à un fonds de stabilisation afin d'être utilisé pendant les années économiquement difficiles et de permettre d'atténuer la volatilité de la planification budgétaire des États.

Bien qu'il n'existe aucune étude susceptible de faire autorité en la matière, la seule différence constatée entre les États qui allouent les revenus tirés de l'extraction des ressources naturelles à leur budget et ceux qui les affectent aux activités de leurs fonds souverains concerne le montant des capitaux. Les économies dépendant fortement des matières premières ou des échanges commerciaux qui enregistrent d'importants flux de capitaux durables peuvent recourir à des fonds de stabilisation de change plutôt que de subir des fluctuations monétaires ou d'être soumises à des pressions inflationnistes. Bien que les théories économiques suggèrent qu'il serait en fait préférable d'abaisser le taux d'imposition des capitaux, cette mesure n'est pas applicable pour diverses raisons politiques. Par exemple, il est ainsi plus facile de taxer l'extraction des ressources que le revenu, en particulier s'il s'agit d'un revenu mobile et encaissé à l'étranger. Cependant, il est également plus facile sur le plan politique de taxer des multinationales étrangères que des sociétés nationales. En outre, les politiques destinées à stabiliser sur le long terme les dépenses budgétaires en accumulant les revenus pendant les années propices apparaissent prudentes aux États dépendant des ressources des matières premières.

L'État peut aussi diminuer les impôts et permettre ainsi aux capitaux et au travail de conserver les revenus dégagés (Blackburn et *al.*, 2008). Cependant, cette solution présente toutefois de nombreuses difficultés économiques et politiques. Premièrement, ceci peut ne pas réduire la volatilité macroéconomique si le travail et les salaires sont étroitement liés à la production des matières premières. Si les salariés ou les sociétés profitent de manière significative d'un niveau élevé des prix des matières premières, ils peuvent souffrir tout autant en cas de

baisse de prix, relançant le cycle de prospérité et de récession. Or, les fonds souverains sont issus des recommandations des institutions multilatérales qui préconisaient la création de fonds de stabilisation afin de réduire le cycle de prospérité et de récession des économies dépendantes des matières premières.

Deuxièmement, taxer le travail et pas les entreprises crée un problème politique potentiel pour les économies dépendantes des matières premières. Si le gouvernement ne taxe pas l'extraction des ressources effectuée par des entreprises étrangères, il risque de rencontrer des problèmes politiques et ne parviendra pas à résoudre les difficultés économiques que le fonds souverain cherche à résoudre. À l'inverse, le fait de ne pas taxer une entreprise nationale, ou même une entreprise publique, du secteur des matières premières, crée *de facto* un fonds souverain, et peut résoudre, ou non, les problèmes qui se posent. Par exemple, même en taxant l'extraction des ressources naturelles, des pays comme la Russie, l'Arabie Saoudite ou le Chili ont des entreprises nationales qui rendent dérisoires les ressources et les actifs de leurs fonds souverains.

Bien que d'autres études soient nécessaires pour déterminer quelles autres possibilités peuvent exister pour les pays possédant des fonds souverains, la dichotomie simpliste proposée, à savoir réduire les impôts ou accumuler les capitaux, ne change pas grand-chose à la volatilité macroéconomique inhérente aux flux importants de capitaux et à la dépendance à l'égard des matières premières. Les détracteurs oublient facilement les problèmes économiques fondamentaux que les fonds souverains étaient censés résoudre. Théoriquement, la question devient la suivante : quelles sont les différentes possibilités permettant de résoudre les problèmes de base ? Empiriquement, la question demeure : les fonds souverains et les fonds de stabilisation réussissent-ils à atténuer la volatilité macroéconomique, à dégager un rendement supérieur au taux sans risque et à promouvoir le développement économique et les transferts intergénérationnels ?

LES CARACTÉRISTIQUES POLITIQUES DES FONDS SOUVERAINS

Sur le plan politique, les fonds souverains doivent faire face à de nombreuses embûches. Premièrement, les fonds souverains relèvent de l'État, mais pas du gouvernement. En fait, la plupart des États qui ont des fonds souverains ont adopté des politiques saines, et ont créé une structure de gouvernance et une relation avec l'État qui leur permettent d'exister d'une manière relativement indépendante de l'État. Les fonds souverains sont le plus souvent des entités quasiment

indépendantes, avec un faible degré d'intervention gouvernementale, ayant comme mandat principal de générer des rendements économiques significatifs. Bien qu'il ne soit pas rare que le gouvernement nomme certains dirigeants ou conserve une présence au conseil d'administration, les fonds souverains recrutent des gérants professionnels dans le monde entier qui ont acquis leur expérience dans les meilleures entreprises et qui ont une formation de premier plan. Il suffit de s'intéresser aux dirigeants des fonds souverains pour constater qu'ils viennent du monde entier, qu'ils sont extrêmement diplômés et remarquablement expérimentés.

Les États ont également établi des règles précises concernant l'ajout ou le retrait de capitaux aux fonds souverains. Dans la plupart des cas, des règles mécaniques fixent les montants de capitaux qui sont alloués au fonds, principalement sur la base du prix des matières premières principales, et à quels niveaux de prix ou à quelles conditions économiques, des capitaux peuvent être retirés du fonds. Les États fixent de telles règles pour se prémunir contre la tentation d'utiliser les fonds souverains pour répondre à des demandes de financement inappropriées et n'y ont recours que durant des périodes bien précises de difficulté économique afin de réduire la volatilité économique. La question de l'ingérence politique concerne en fait la façon dont un fonds souverain pourrait interférer dans le choix d'un investissement et non sur la façon dont un gouvernement pourrait interférer dans la gestion de son fonds souverain et influencer sur son comportement. De la même manière que l'on s'interroge sur l'importance et le rôle de l'indépendance des banques centrales, il pourrait être utile d'étudier le rôle des politiques nationales dans l'impact et la performance des fonds souverains.

Les détracteurs des fonds souverains accusent également ces derniers d'être capables d'interférer ou de faire pression sur le gouvernement d'un pays qui abrite une société de portefeuilles. Comme pour de nombreux autres arguments soulevés au sujet des fonds souverains, ces questions doivent être relancées dans un contexte précis et non sur la base d'un critère mythique. Toute entreprise se doit à la fois de connaître le cadre réglementaire dans lequel elle intervient et de l'influencer. Les entreprises dans l'ensemble du monde développé ont entretenu des liens étroits avec les régulateurs et les législateurs afin de conserver une influence lorsque des sujets d'importance leur sont soumis. Il peut s'agir de questions relevant de politique nationale ou étrangère, mais les entreprises des pays développés conservent une obligation de connaître et d'influencer leurs superviseurs réglementaires et législatifs.

Là encore, les détracteurs des fonds souverains cherchent à créer

une autre norme applicable aux fonds souverains. Ces derniers ont les mêmes obligations de connaître et d'influencer les questions de politique nationale et internationale. Le simple fait de vouloir essayer d'influer sur ces politiques ne présente pas de dangerosité de la part des fonds souverains, mais concerne seulement l'exécution de leurs obligations fiduciaires. Fonds souverains et entreprises peuvent chercher à influencer une politique ; c'est lorsqu'ils deviennent un prolongement de la politique d'un État qu'ils posent un problème politique. Ces problèmes éthiques et politiques ne peuvent être résolus qu'au cas par cas, mais il est important que les mêmes critères de gouvernance soient appliqués aux entreprises des pays développés comme aux fonds souverains.

Les pays ne détenant pas de fonds souverains ont commencé en 2008 à prendre des mesures sérieuses envers ces derniers. Les États-Unis ont par exemple modifié leur mode d'imposition des entités souveraines (Mason, 2008). Jusqu'alors exonérés d'impôt, les investissements des fonds souverains peuvent désormais être imposables. Cette mesure a d'ailleurs mis en évidence un paradoxe curieux des fonds souverains. Malgré tous leurs arguments affirmant qu'ils devaient être traités par les gouvernements étrangers comme des investisseurs privés ayant pour seul objectif le profit, les fonds souverains bénéficiaient d'un statut d'exemption fiscale. Maintenant que les États-Unis s'appêtent à les traiter comme des investisseurs privés ayant pour seul objectif le profit et les imposent comme tels, les fonds souverains cherchent à récupérer discrètement leur statut d'exemption fiscale.

Le vacarme généré autour de la question du traitement des fonds souverains obscurcit la question plus vaste d'une nécessaire maîtrise des nouvelles questions financières par les agences législatives et réglementaires. Bien que certains affirment que les États-Unis et d'autres pays ne sont pas prêts pour un nouvel ordre mondial financier, ils négligent le cadre national juridique et réglementaire des investissements dans la plupart des pays développés. Par exemple, malgré les craintes que les fonds souverains puissent viser des sociétés ayant des liens avec la sécurité nationale, le Département du Trésor américain examine toutes les acquisitions étrangères réalisées par des entreprises nationales, et dispose de pouvoirs étendus pour modifier et prévenir les fusions et les acquisitions. Ce conseil de surveillance, antérieur aux fonds souverains, s'attache non pas à protéger l'industrie et les travailleurs américains du marché mondial, mais des atteintes à la sécurité nationale et des questions connexes.

Les pays industrialisés conservent également des lois nationales destinées à les protéger de la plupart des comportements dont sont suspectés les fonds souverains (Rose, 2008). Il existe, par exemple, des

lois antitrust, de prévention contre les opérations hostiles, de protection du travail, qui visent à protéger les consommateurs, les salariés et les concurrents. Conçus initialement pour opérer uniquement sur le territoire national, les fonds souverains restent soumis aux lois de l'État dans lequel ils investissent, ce qui donne à ce dernier toute latitude pour définir le cadre législatif et réglementaire qu'il estime approprié pour influencer sur la politique étrangère.

Les critiques à l'encontre des fonds souverains procèdent de sentiments logiquement incohérents et politiquement protectionnistes, et non d'une solide compréhension empirique et économique des fonds souverains. Le fait que ces derniers soient traités différemment selon leur pays d'origine représente le principal problème en la matière. Les fonds souverains du Moyen-Orient et de Chine, qui font partie intégrante des traités multilatéraux sur le commerce et les investissements, redoutent que des considérations politiques puissent peser davantage sur leurs activités que sur celles de pays comme la Norvège. Quels que soient les critères que les États utilisent pour réglementer les questions de sécurité nationale ou d'efficacité, il est important qu'ils soient appliqués à tous les États, et pas seulement quand bon leur semble.

Une autre critique incohérente à l'encontre des fonds souverains est l'obsession de la transparence. Les appels à la transparence des fonds souverains dépassent les exigences en la matière de la plupart des institutions financières telles que les banques commerciales, les banques d'investissement, les *hedge funds* ou le *private equity*. Sans aborder la difficulté juridique à réguler différemment des entreprises similaires en fonction de leurs propriétaires, il ne semble guère fondé d'un point de vue économique de demander aux fonds souverains d'être plus transparents. Les institutions financières publiques ne fournissent guère plus que des informations générales sur leurs actifs, jugées d'ailleurs par beaucoup comme très superficielles. En fait, on dispose de beaucoup plus de données sur les portefeuilles détenus par les fonds souverains que ceux des grandes institutions financières publiques des pays développés. En outre, une plus grande transparence n'a pas empêché que des problèmes surgissent dans un grand nombre d'institutions financières cotées.

Alors que les coûts d'information liés aux marchés publics exigent de plus grands niveaux de transparence, il n'existe aucun coût d'information pour les sociétés non cotées et détenues par un petit nombre. Les entreprises acceptent des coûts de transparence plus élevés pour mettre le même type de données à la disposition du marché public, plus large, et réduire ainsi l'asymétrie d'information entre propriétaires et agents. Cependant, ici les propriétaires ont, ou devraient avoir, accès

à toutes les informations disponibles. La seule asymétrie d'information qui existe se trouve entre la sphère politique et les entreprises étrangères. Les seuls véritables coûts d'information sont politiques.

Le débat sur les fonds souverains et leur compréhension demeurent, pour le moins, incomplets. Il est cependant indispensable pour les responsables politiques et les spécialistes d'aller de l'avant, de cadrer le débat et les sujets de recherche. Toute recherche empirique, théorique ou normative sur les fonds souverains doit procéder d'un cadre économique rigoureux et pas d'un discours rhétorique. Le principe fondamental de la considération politique des fonds souverains doit reposer sur un traitement équitable. Les discours visant à imposer des conditions allant au-delà de celles auxquelles doivent satisfaire les entreprises publiques, ou les comparaisons avec des critères reconnus comme irréalistes, n'ont pas d'autre objet que de servir des objectifs politiques.

Dans le domaine de la recherche, il subsiste de nombreuses lacunes concernant les fonds souverains. Il serait utile aux responsables politiques et aux spécialistes d'améliorer leur compréhension des fonds souverains dans des domaines comme des études de cas et de comportement des fonds souverains. Le cadre théorique et empirique des pays détenant des fonds souverains, ainsi que les conditions macro-économiques et les différentes options dont ils disposent, nécessitent des études plus approfondies. La plupart des pays détenant des fonds souverains connaissent des conditions économiques uniques, qui nécessitent des recherches qui répondraient mieux à leurs besoins.

BIBLIOGRAPHIE

- BALDING C. (2008), « A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds », mimeo, université de Californie, Irvine.
- BLACKBURN J. et al. (2008), « Do Sovereign Wealth Funds Best Serve the Interests of their Respective Citizens », mimeo, université de Chicago.
- CHHAOCHHARIA V. et LAEVEN L. (2008), « Sovereign Wealth Funds : their Investment Strategies and Performance », International Monetary Fund Working Paper.
- FERNANDEZ D.-G. et ESCHWEILER B. (2008), « Sovereign Wealth Funds : a Bottom up Primer », JP Morgan Research.
- FOTAK V., BORTOLOTTI B. et MEGGINSON W. (2008), « The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies », mimeo, université d'Oklahoma.

GLASSMAN D. et RIDDICK L. (2001), « What Causes Home Asset Bias and How Should it Be Measured ? », *Journal of Empirical Finance*, vol. 8, n° 1, pp. 35-54.

JESKE K. (2001), « Equity Home Bias : Can Information Cost Explain the Puzzle ? », *Economic Review*, 3^{ème} trimestre 2001.

KHO B.-C., STULZ R. et WARNOCK F. (2006), « Financial Globalization, Governance and the Evolution of Home Bias », NBEW Working Paper, n° W12389.

KJAER K. (2008), « Turning Oil Wealth into Financial Assets : the Case of Norway » in Johnson-Calari J. and Rietveld M. (eds.), *Sovereign Wealth Fund Management*.

KOTTER J. et LEL U. (2008), « Friends or Foes ? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets », Federal Reserve Board Working Paper.

MASON R. (2008), « Efficient Management of the Wealth of Nations », Tax Notes.

ROSE A. et SPIEGEL M. (2004), « A Gravity Model of Sovereign Lending : Trade, Default and Credit », IMF Staff Papers, vol. 51.

ROSE P. (2008), « Sovereign Wealth Funds : Active or Passive Investors ? », *Yale Law Journal Pocket Part*, pp. 104-108.

