



FONDS SOUVERAINS : UN DOUBLE APPRENTISSAGE

NICOLAS VÉRON*

L'émergence des fonds souverains sur la scène financière mondiale aura été, avec le début de la crise financière dite des *subprimes*, le second fait majeur de l'année 2007 pour les marchés de capitaux. Au-delà de leur importance propre, qui est très loin d'être négligeable, ces acteurs ont cristallisé un débat latent sur la montée en puissance de ce qu'il est désormais convenu d'appeler un nouveau capitalisme d'État.

De multiples nouveaux acteurs économiques sont contrôlés ou détenus en totalité par des gouvernements ; outre les fonds souverains, ils incluent des entreprises à capitaux publics et d'autres véhicules financiers. Gazprom, Rosneft, Temasek, ICBC, China Mobile, Dubai Ports World, Borse Dubai, Mubadala Development, Istithmar, Petrobras sont quelques exemples de ces noms qui pour la plupart étaient tenus pour quantité

négligeable, voire n'existaient même pas il y a seulement une décennie.

Il est naturel que le jeu mondial des affaires mette quelque temps à s'adapter à l'irruption de ces nouveaux participants. Pour les pays émergents dont ils sont issus, il s'agit avant tout d'un apprentissage de la discipline d'investissement. Pour les pays développés, on peut parler d'un apprentissage du respect, vis-à-vis de régions du monde qui avaient jusque-là été généralement considérées comme économiquement subordonnées.

PAYS ÉMERGENTS : L'APPRENTISSAGE DE LA DISCIPLINE

Comme cela a été souligné dès mai 2007 par une série d'études, notamment celles de l'économiste Stephen

* Économiste au sein de Bruegel.

Jen à Morgan Stanley qui ont souvent servi de référence dans le débat public sur ce thème, la croissance et l'importance inédite des fonds souverains sont essentiellement dues à un double développement : d'une part, la flambée des cours des hydrocarbures depuis le milieu des années 2000, conduisant à une expansion spectaculaire des recettes des pays producteurs ; d'autre part, l'existence de forts excédents de change dans plusieurs pays notamment asiatiques, liés à des taux d'épargne élevés, des exportations compétitives et des taux de change maintenus à un bas niveau.

Les fonds souverains sont une réponse à l'afflux correspondant d'argent dans les caisses des États concernés, y compris après la mise de côté de montants significatifs comme réserves de change et l'affectation de moyens importants à l'investissement domestique, notamment en infrastructures. Leur montant total, estimé à quelque 3 000 milliards de dollars en 2007, pourrait ainsi s'accroître jusqu'à dépasser les 12 000 milliards dès 2015¹, voire même un peu plus tôt dans les scénarios les plus agressifs².

Certains des pays en cause, notamment Singapour et les émirats du Golfe persique, n'en sont pas à leur première expérience d'un tel afflux de liquidités à gérer. Mais, même pour ceux-là, l'importance des montants à investir, et le caractère de plus en plus ouvert du système financier mondial qui multiplie les opportunités d'investissement, créent de nombreuses tentations de s'aventurer hors des sentiers battus d'une stratégie d'investissement qui, au moins depuis le contre-choc pétrolier des années 1980, est long-

temps restée marquée par le conservatisme.

Pour les « nouveaux riches » que sont les deux autres grands pays dont le système économique repose actuellement sur un capitalisme d'État, la Chine et la Russie, une telle expérience n'existe guère. Comme un gagnant au Loto, ils doivent donc, presque du jour au lendemain, déterminer le meilleur usage de liquidités dont ils avaient jusque-là été largement dépourvus.

Or, l'investissement financier, comme le sait tout gestionnaire d'actifs chevronné, est une ascèse qui nécessite non seulement une définition claire des objectifs et de la stratégie d'investissement, mais aussi une capacité de discernement au fil du temps pour à la fois identifier les opportunités nouvelles et résister aux tentations de diversification excessive. Ceci vaut tant en matière de gouvernance que dans l'allocation des investissements entre différentes classes d'actifs, et la gestion au sein de chacune de celles-ci.

En matière de gouvernance, la leçon constante de l'expérience est qu'une indépendance de jugement très poussée, combinée à une information exhaustive du mandant, est une condition nécessaire de la qualité des investissements. De ce point de vue, le fait essentiel n'est pas que le fonds souverain appartienne à l'appareil d'État, mais son degré plus ou moins élevé de soumission aux injonctions ponctuelles de l'exécutif : toutes choses égales d'ailleurs, plus cette soumission est forte, moins la performance du fonds a de chances d'être élevée. Le principal fonds souverain chinois, China Investment Corp (CIC), a ainsi fortement pâti de devoir faire son



premier investissement à l'occasion de l'introduction en bourse de la société de gestion de participations non cotées Blackstone, dont il a acquis environ un dixième du capital en juin 2007 pour 3 milliards de dollars. Ce choix semble avoir résulté avant tout d'une volonté politique de l'équipe gouvernementale chinoise de marquer la création de CIC par un investissement à très forte visibilité en Occident. Il s'est jusqu'à présent révélé catastrophique en termes financiers, Blackstone ayant perdu plus de la moitié de sa valeur en dollars entre l'introduction en bourse et mars 2008.

En matière d'allocation d'actifs et de stratégies d'investissement, l'expérience de multiples investisseurs institutionnels de par le monde est également riche d'enseignements. Le principal est que la compétence de gestion se construit peu à peu, ce qui justifie une grande prudence initiale et une sélectivité très élevée en matière d'investissements réalisés en direct. Le principal fonds souverain singapourien, Government Investment Corporation (GIC), s'est ainsi contenté pendant plusieurs années après sa création d'investir dans des titres de créance aux rendements très prévisibles, relativement peu attractifs car peu risqués. Ce n'est qu'avec le passage du temps que GIC s'est aventuré sur une palette de classes d'actifs toujours plus large. La même évolution s'est observée pour la gestion des fonds de dotation (*endowments*) des grandes universités américaines, initialement très conservatrices puis investies de plus en plus en actions, jusqu'à s'étendre dans les années récentes vers des investissements « alternatifs » risqués mais rémuné-

rateurs tels que l'immobilier, les matières premières, le non-coté ou les *hedge funds*. À l'inverse, les sociétés d'investissement en non-coté qui ont récemment cherché à capitaliser sur la force de leur marque pour diversifier leur palette, comme KKR ou Carlyle, ont durement souffert de devoir essayer de notoires échecs d'investissements sur des classes d'actifs qu'elles connaissaient moins bien.

La nécessaire discipline qu'enseigne l'apprentissage du métier de la gestion d'actifs est bien illustrée *a contrario* par les participations prises par les fonds souverains dans une série de grandes banques d'investissement occidentales à la fin de 2007 et au début de 2008, telles que Citi, Merrill Lynch, Morgan Stanley ou UBS. Au moment où ces opérations ont été proposées aux fonds, elles semblaient constituer une double opportunité financière et politique : financière, parce que les conditions d'urgence permettaient aux fonds souverains d'obtenir des conditions d'entrée qui, sur le moment, ont semblé favorables ; politique, car les fonds y ont vu, à juste titre au demeurant, une occasion de prouver leur utilité face à un Occident jusque-là méfiant, en exerçant un incontestable effet stabilisateur sur un système financier mondial en pleine turbulence. Mais les mois suivants ont montré que le prix de cette opportunité était, à court terme au moins, une performance financière désastreuse des actifs sous-jacents. Il est naturellement trop tôt pour juger si ces participations sont un échec financier définitif : ce jugement ne pourra être porté qu'à long terme. Mais ce qui est d'ores et déjà acquis, c'est

que les fonds souverains ont investi plus tôt qu'il n'eût été opportun selon une stricte logique financière.

Il est donc probable que les fonds souverains, au-delà de leur évidente diversité, tireront les leçons de cet épisode et se réorienteront peu à peu vers la diversification de leurs risques et leur propre focalisation sur la compétence-clé de l'allocation entre classes d'actifs, en déléguant à des tiers dans de nombreux cas la conduite des

investissements à l'intérieur de chaque classe. C'est ce que semblent avoir fait depuis des décennies les grands fonds du Golfe, ce qui explique le peu de visibilité de leur impact sur les marchés de capitaux mondiaux. La période des « *trophy investments* » négociés en direct est sans doute déjà largement close pour les fonds souverains, et il faut s'attendre à leur voir adopter une attitude plus discrète au cours des prochaines années.

Les principaux fonds souverains

Pays	Fonds	Date de création	Actifs sous gestion (M\$, estimation février 2008)
Émirats Arabes Unis	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1976	900
Singapour	Government Investment Corporation (GIC)	1981	330
Norvège	Government Pension Fund - Global	1990	322
Arabie Saoudite	Fonds divers	n.d.	300
Koweït	Kuwait Investment Authority (KIA)	1953	250
Chine	China Investment Corporation (CIC)	2007	200
Hong Kong	Monetary Authority Investment Portfolio	1998	140
Russie	Fonds de réserve de la Fédération russe	2008	125
Singapour	Temasek	1974	106
Libye	Libya Oil Reserve Fund	2005	100
Qatar	Qatar Investment Authority (QIA)	2005	60
Australie	Australian Government Future Fund	2004	50
Algérie	Fonds de Régulation des Recettes	2000	43
États-Unis / Alaska	Permanent reserve Fund Corporation	1976	40
Brunei	Brunei Investment Agency (BIA)	1983	35
Russie	Russian Fund for National Well-Being	2008	32
Irlande	National Pensions Reserve Fund	2001	29

Source : Deutsche Bank Research, février 2008



PAYS DÉVELOPPÉS : L'APPRENTISSAGE DU RESPECT

Du côté des pays développés, la réaction à la montée en puissance des fonds souverains a été généralement marquée jusqu'à présent par une certaine ambivalence. D'un côté, les fonds ont été courtisés en tant que sources potentielles de capitaux ; mais de l'autre, leur émergence a été critiquée implicitement ou explicitement dans à peu près tous les pays occidentaux, comme si leur caractère étatique en faisait des acteurs illégitimes dans le jeu financier. Pour reprendre les termes de Thierry Breton, ministre des finances au moment de l'annonce de l'offre hostile de Mittal Steel sur Arcelor au début de l'année 2006, tout se passe comme si les fonds souverains étaient présumés ne pas encore bien connaître la « grammaire des affaires ».

Il ne fait aucun doute que la majorité de ces fonds vient de pays qui ont la double caractéristique d'être émergents et non démocratiques selon les critères de l'Occident. Ceci explique en grande partie l'inquiétude qu'ils suscitent. Mais cette inquiétude n'est pas nécessairement bonne conseillère.

Les douze derniers mois ont été émaillés en Europe comme aux États-Unis de réactions défensives à l'émergence des fonds souverains, de nature soit rhétorique (comme lorsque le président de la République Française a indiqué que la France « protégerait ses entreprises » face à « des fonds souverains qui n'obéissent à aucune logique économique », lors de sa conférence de presse du 8 janvier 2008), soit législa-

tive et réglementaire, avec notamment l'initiative allemande en 2007 de mettre en chantier une nouvelle loi sur le contrôle des investissements étrangers. L'attitude dominante des deux côtés de l'Atlantique a été de chercher à limiter le pouvoir de ces nouveaux entrants, tout en profitant autant que possible de leur largesse financière.

Mais en cela, les économies de marché occidentales renient en partie leurs propres principes. Toute la réflexion sur la gouvernance, menée depuis au moins deux décennies, indique que pour que la performance des entreprises soit optimisée, le pouvoir des actionnaires doit être le plus proportionné possible à leur engagement financier.

De ce point de vue, les participations prises par les fonds souverains dans de grandes banques occidentales en 2007-2008 introduisent un facteur de risque spécifique, dans la mesure où - précisément pour renforcer leur acceptabilité en Occident - les fonds ont renoncé dans leur cas à exercer un pouvoir de gestion à la hauteur de leur participation financière, en omettant notamment de demander une représentation au conseil d'administration même dans des cas où ils sont devenus le premier actionnaire de l'entreprise. De ce fait, la gouvernance des banques concernées se retrouve partiellement déséquilibrée. Il n'est pas exclu que ce déséquilibre se traduise à l'avenir par des tensions et des dysfonctionnements, notamment dans l'hypothèse où les banques traverseraient à nouveau des difficultés sérieuses du fait des développements de la crise financière en cours.

Au-delà, la question posée aux pays occidentaux est celle de l'attitude face



à des acteurs émergents dont le statut est longtemps resté subordonné, mais qui ne l'est plus guère désormais. Il n'y a pas qu'en matière commerciale que les pays émergents sont amenés à se placer de plus en plus souvent sur un pied d'égalité vis-à-vis des économies développées.

Ainsi, le poids des émergents dans la capitalisation boursière cumulée des 500 plus grandes entreprises mondiales n'était que de 2 % en mars 1998 ; il a dépassé le seuil des 5 % en 2003, des 10 % en 2005, et des 15 % en 2007³. L'accession symbolique de PetroChina à la première place du classement des capitalisations mondiales, à la suite de son introduction à la bourse de Shanghai en novembre 2007, n'aura peut-être qu'un caractère temporaire mais n'en symbolise pas moins un extraordinaire déplacement de puissance économique et financière, dont les fonds souverains ne sont que l'une des manifestations. La réalité nouvelle est que le monde financier est bel et bien devenu multipolaire, et que les économies occidentales ne peuvent plus prétendre au monopole de fixation des règles de la « grammaire » du marché mondial.

Le nouveau capitalisme d'État des entreprises publiques et des fonds souverains est-il pour autant en train de remettre en cause radicalement les règles du jeu capitaliste ? Certains commentateurs en ont agité le spectre, en identifiant notamment une convergence des « capitalismes autoritaires » entre la Chine et la Russie⁴. Toutefois, cette perspective semble en première observation relever plus du fantasme d'un Occident assiégé que d'une observation des faits.

Le capitalisme russe des années 2000 est certes violent, peu respectueux des contraintes de l'État de droit, et pour tout dire, souvent inquiétant ; il est trop tôt pour juger si ses pratiques se révéleront assimilables dans le contexte d'un marché international des capitaux. En revanche, les acteurs d'État chinois, s'ils ont parfois fait preuve de défaillances de gestion et de propension à la corruption, ne produisent guère de signaux d'incompatibilité avec les règles du capitalisme occidental. Il est au contraire remarquable de constater à quel point les entreprises chinoises semblent jusqu'à présent adopter des comportements proches de leurs homologues occidentaux, compte tenu de la différence entre les systèmes politiques et sociaux nationaux.

Naturellement, les réalités géopolitiques imposent à chaque pays de mettre certaines limites, au moins de principe, à son ouverture aux investissements étrangers. Les activités ayant un impact direct en matière de sécurité nationale doivent notamment faire l'objet d'un dispositif de protection spécifique, et le font dans la très grande majorité des pays⁵. Mais, l'intérêt des économies développées est de n'appliquer ce contrôle qu'à un périmètre restreint, afin de bénéficier à plein des bénéfices collectifs d'une économie ouverte et compétitive. À la condition cruciale de maintenir un niveau élevé de concurrence dans l'économie, faute de quoi la captation possible de rentes économiques par des gouvernements étrangers pourrait constituer un risque à la fois économique et sécuritaire, les pays occidentaux ont tout à gagner d'une telle ouverture, et leur intérêt doit les porter à considérer les nou-



veaux entrants venant des pays émergents, y compris ceux contrôlés par des appareils d'État, comme des acteurs économiques pleinement légitimes.

Cette attitude de respect, face aux nouveaux venus de l'économie mondiale, est évidemment rendue plus difficile par les préjugés hérités de l'histoire, et notamment de la période coloniale. Son adoption est particulièrement douloureuse pour les Américains, qui se sont habitués au confort que leur a longtemps conféré leur statut dominant dans la hiérarchie économique planétaire. Mais, elle ne doit pas non plus être considérée comme impossible, dès lors qu'elle donne lieu à des avantages mutuels significatifs entre économies émergentes et développées.

UN ÉQUILIBRE COOPÉRATIF

La perspective esquissée ici est celle d'un scénario optimiste quant à la poursuite du développement des fonds souverains, et plus généralement de celui du capitalisme d'État dans un certain nombre de grandes économies émergentes. Si les Émergents font le nécessaire apprentissage de la discipline financière en matière d'investissement et de gestion d'actifs, et si les Occidentaux font simultanément celui du respect vis-à-vis d'acteurs nouveaux mais qui sont loin d'être uniformément dépourvus de compétences, tout le monde y gagnera.

Naturellement, ce scénario optimiste n'est en rien assuré, tant l'arrogance peut exister d'un côté comme de l'autre. Le milieu des années 2000 en a fourni

deux exemples particulièrement illustratifs, et déplorable. En acquérant inopinément à l'été 2006 plus de 5 % du capital d'EADS et en revendiquant bruyamment une représentation au conseil d'administration, l'État russe (à travers la banque publique VTB) a agi de manière péremptoire, maladroite et totalement contre-productive, échouant dans sa tentative de contrôle partiel du géant aéronautique européen. En s'opposant bruyamment en juillet 2005 au rachat du pétrolier californien Unocal par l'entreprise chinoise CNOOC, le Congrès américain a envoyé le pire message géopolitique imaginable au gouvernement chinois, laissant entendre que le discours des États-Unis en faveur d'un marché mondial ouvert du pétrole n'était qu'une aimable fiction, et que seul comptait en définitive le contrôle effectif des réserves de matières premières. Si de tels épisodes se multiplient, ni la discipline financière pour les pays émergents, ni le respect des émergents pour les Occidentaux ne pourront se renforcer.

L'Histoire, écrivait H.G. Wells dans *Outline of History* (1920), « ressemble de plus en plus à une course-poursuite entre Éducation et Catastrophe ». Il en va de même pour la coexistence entre anciens et nouveaux acteurs de la scène économique mondiale. Mais l'éducation, ou l'apprentissage de la responsabilité, a rapidement progressé dans ce domaine en l'espace de quelques années. Le rééquilibrage de la planète financière continuera d'être agité par des épisodes conflictuels. Mais considérées dans leur ensemble, ses premières étapes jusqu'à présent sont plutôt encourageantes.

NOTES

1. Stephen Jen, « *How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015 ?* », Morgan Stanley Research, 3 mai 2007.
2. Steffen Kern, « *Sovereign Wealth Funds: State Investments on the Rise* », Deutsche Bank Research, 10 septembre 2007.
3. Calculs Bruegel sur la base des classements FT Global 500 publiés sur www.ft.com.
4. Voir Gideon Rachman, « *Illiberal Capitalism: Russia and China chart their own course* », *Financial Times*, 8 janvier 2008.
5. Voir l'étude comparative récemment publiée par le *Government Accountability Office* du Congrès américain : « *Foreign Investment: Laws and Policies Regulating Foreign Investment in 10 Countries* », février 2008, disponible sur www.gao.gov.