

La montée en puissance des fonds souverains

Nous ne savons pas grand chose de ces gigantesques fonds publics

Simon Johnson



Simon Johnson est Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI.

LE TERME «fonds souverain» est un néologisme relativement récent qui désigne une réalité assez ancienne : les avoirs d'un État en monnaie étrangère. Tous les pays ont des réserves de change (généralement libellées en dollars, en euros ou en yen). Lorsqu'un pays affichant un excédent courant accumule plus de réserves qu'il ne le juge nécessaire pour ses besoins immédiats, il peut créer un fonds souverain pour gérer cet «excédent» de ressources.

Les fonds souverains existent au moins depuis les années 50, mais leur volume global à l'échelle planétaire a connu une augmentation spectaculaire au cours des dix à quinze dernières années. En 1990, les fonds souverains détenaient probablement 500 milliards de dollars tout au plus; ils sont actuellement estimés à deux ou trois milliards de dollars et, compte tenu de l'évolution probable des comptes courants, ils pourraient atteindre 10 milliards de dollars d'ici 2012.

Actuellement, plus de vingt pays détiennent des fonds souverains, et une demi-douzaine d'autres ont exprimé la volonté d'en constituer. Il n'empêche que les avoirs sont détenus essentiellement par les cinq principaux fonds, qui représentent près de 70 % du total. Plus de la moitié de ces avoirs appartiennent à des pays qui exportent des quantités phénoménales de pétrole et de gaz. La Norvège dispose d'un fonds souverain important, tout comme des États aussi disparates que l'Alaska, le Canada, la Russie, ainsi que la Trinité-et-Tobago. Les pays d'Asie et du Pacifique, y compris l'Australie, la Chine et Singapour, détiennent près d'un tiers de l'ensemble des avoirs.

Trois milliards de dollars : est-ce une somme importante? Tout est relatif. Le PIB des États-Unis s'élève à 12 milliards de dollars, la valeur totale des titres négociés en bourse (obligations et actions) et libellés en dollars EU est estimée à 50 milliards de dollars, et la valeur totale des titres négociés en

bourse à l'échelle mondiale est de 165 milliards de dollars. Sous ce rapport, trois milliards de dollars est un montant considérable mais pas énorme.

Toutefois, ce montant est substantiel par rapport à la taille de certains marchés émergents. La valeur totale des titres négociés en Afrique, au Moyen-Orient et dans les pays émergents d'Europe avoisine les 4 milliards de dollars; en outre, cela correspond peu ou prou à la valeur de ces marchés dans toute l'Amérique latine. Le total des avoirs gérés par des fonds spéculatifs privés — une grande catégorie de fonds d'investissement privés recherchant des rendements élevés et, par conséquent, prenant souvent des risques importants — est estimé à un peu moins de 2 milliards de dollars. Il n'est donc pas surprenant que l'on assiste à un débat sur les risques et les possibilités des fonds souverains, semblable à celui en cours sur les fonds spéculatifs.

Manque d'informations

Dans les marchés financiers actuels qui évoluent rapidement, l'impact d'une mise en commun de ressources sur la stabilité financière dépend non seulement des avoirs gérés, mais aussi de l'éventuel effet de levier (ou endettement) utilisé dans les stratégies de placement.

Par exemple, bon nombre de fonds spéculatifs et fonds de placement privés (leurs cousins) sont réputés recourir à des ratios d'endettement de 10 : 1. Autrement dit, ils empruntent jusqu'à dix fois la valeur de leur capital pour certaines transactions. Dans certains cas, l'endettement est plus élevé, voire beaucoup plus élevé. Les fonds spéculatifs améliorent sans doute l'affectation du capital dans le monde, mais peuvent également constituer un danger pour le système financier international. Le consensus actuel est que les fonds spéculatifs doivent faire l'objet d'une surveillance plus étroite, encore que l'affectation des flux de

capitaux mondiaux présente des avantages si la régulation de ce secteur est encore relativement légère.

Malheureusement, nous ne savons pas grand chose des fonds souverains. Très peu publient des informations sur leurs avoirs, leurs engagements ou leurs stratégies de placement. L'on pense qu'ils n'ont souvent que des «positions longues», c'est-à-dire des stratégies d'achat et de conservation de titres, sans positions à découvert, et peut-être sans emprunt ni prêt de quelque type que ce soit. Ils visent probablement de longues échéances et, comme les autres investisseurs à long terme, ils sont disposés à intervenir lorsque les prix des actifs chutent, exerçant ainsi une influence stabilisatrice sur le système financier mondial. Par contre, des données empiriques attestent que certains fonds souverains ont placé des ressources dans d'autres fonds endettés.

Au moins une banque centrale aurait investi dans *Long-Term Capital Management*, un fonds spéculatif qui a fait faillite en 1998. Une autre banque centrale a apparemment investi récemment dans un grand fonds de placement privé. Le fonds souverain norvégien signale qu'il privilégie désormais les actions au détriment des obligations, et nous pensons que cette tendance est en train de se généraliser. Il semble évident qu'une partie des avoirs gérés actuellement par les fonds spéculatifs et les fonds de placement privés provient des fonds souverains (il faudrait éviter de les comptabiliser deux fois au moment d'additionner les avoirs de ces entités connexes), mais il n'existe pas de chiffres à ce sujet.

Les courtiers malhonnêtes, qui constituent un sérieux problème pour les fonds spéculatifs, menacent également les fonds souverains. Le problème n'est sans doute pas généralisé, mais il est arrivé que des courtiers chargés d'investir les réserves de la banque centrale prennent des positions spéculatives importantes et accusent de lourdes pertes. Au moins certains de ces courtiers ont agi sans l'approbation des responsables des risques de crédit. Il n'est pas nécessaire de connaître un grand nombre de transactions semblables pour réclamer la réglementation des flux de capitaux étrangers lorsque les décisions impliquent des fonds souverains.

La stratégie émergente de réglementation des fonds spéculatifs ne vise pas tant à les «réguler» qu'à surveiller de près les intermédiaires réglementés qui leur prêtent des ressources (banques commerciales et d'investissement). Cependant, compte tenu de l'importance croissante des fonds souverains, cette stratégie crée effectivement un ensemble non réglementé d'intermédiaires qui peuvent ou non prêter des ressources aux fonds spéculatifs.

Le danger réel réside dans le fait que les fonds souverains (et d'autres instruments garantis par les pouvoirs publics) pourraient encourager un protectionnisme du compte de capital par lequel les pays choisissent qui peut investir dans quoi. Évidemment, pour des raisons de sécurité nationale, il existe toujours des restrictions sur ce que les étrangers peuvent détenir. Toutefois, l'évolution récente sur la scène internationale donne l'impression que certains États étrangers ne devraient pas être autorisés à détenir ce que l'on

considère comme les éléments stratégiques d'une économie. Il s'agit d'une pente glissante qui mène rapidement et douloureusement à d'autres formes de protectionnisme. Il importe de contrecarrer ce type de pression.

Nouveaux acteurs

Il est peu probable que les fonds souverains disparaissent. Ils reposent sur les excédents courants et leur importance ne diminuera que si les pays ayant des excédents substantiels commencent à accuser des déficits courants prolongés. Les principaux pays se sont engagés à résorber leurs déséquilibres courants, ce qui limiterait la croissance des fonds souverains. Mais l'économie mondiale évolue de telle manière qu'il est difficile de savoir avec certitude comment ces déséquilibres se résorberont. Par exemple, la croissance mondiale pourrait s'accélérer ou ralentir, affectant les cours des matières premières. Mais si les cours des matières premières restent élevés, leurs exportateurs enregistreront de gros excédents dans un avenir prévisible. S'ils baissent, les excédents des pays asiatiques qui exportent des produits manufacturés pourraient augmenter.

Que doit faire le FMI dans cette situation? Une action spectaculaire n'est assurément pas nécessaire. D'une part, la situation touche à des questions sensibles de souveraineté nationale. D'autre part, à leur niveau actuel de 3 billions de dollars, les fonds souve-

rains ne posent pas de problèmes pressants. Toutefois, lorsque le niveau avoisinera les 10 billions — encore que cette somme n'est pas énorme —, le phénomène suscitera probablement une plus grande attention.

En tout cas, avant que le débat ne devienne politiquement délicat ou ne s'inscrive dans une campagne électorale, il est encore temps d'entamer un débat constructif sur les problèmes saillants. À cet effet, il convient de déterminer les informations que les pays sont disposés à partager, les informations qu'il serait utile de réclamer, ainsi que les données qui pourraient servir dans notre analyse économique et financière mondiale.

Il n'y a pas de raison apparente de considérer l'existence de ces fonds comme déstabilisante ou inquiétante. En fait, le FMI a fortement encouragé les exportateurs de ressources non renouvelables de constituer précisément ce type de fonds en prévision des «mauvais jours».

En somme, les fonds souverains sont d'importants acteurs du secteur public au XXI^e siècle. Les fonds spéculatifs, tout en prenant de l'importance en ce siècle, nous ramènent d'une certaine manière à la fin du XIX^e siècle, époque où d'importants flux de capitaux privés internationaux circulaient d'autant plus facilement qu'ils n'étaient pas réglementés — contribuant de manière générale à une longue période d'expansion économique mondiale, à un essor rapide de la productivité et à un bon nombre de crises. Qu'advient-il lorsque l'État du XXI^e siècle rencontrera le secteur privé du XIX^e siècle? Qui vivra verra. ■

«Le danger réel réside dans le fait que les fonds souverains (et d'autres instruments garantis par les pouvoirs publics) pourraient encourager un protectionnisme du compte de capital par lequel les pays choisissent qui peut investir dans quoi.»