

Fonds souverains et économie du développement

Les fonds souverains, c'est-à-dire les fonds d'investissement gouvernementaux, suscitent des réflexes protectionnistes dans quelques pays de l'OCDE¹. Le volume total des placements (quelque 3000 milliards d'USD) et l'appartenance de ces fonds représentent un terreau fertile pour les adeptes de la théorie du complot². À ces craintes, le présent article oppose les constats élémentaires de la doctrine des finances publiques, de l'économie des ressources et de celle du développement. Il faut distinguer d'abord les fonds souverains basés sur des matières premières de ceux de l'Asie orientale: les premiers proviennent de pays qui épargnent peu, les seconds de pays où l'on consomme actuellement trop peu, mais pour le bien des générations futures.

1 Reisen (2007).

2 Faisant allusion à la recapitalisation par des fonds souverains de banques étatsunienne en défaut de paiement, le journaliste Jim Cramer, employé de la chaîne de télévision CNBC, exprime crûment son aversion: «Voulons-nous que les communistes ou les terroristes détiennent les banques? Je prendrai tout ce qui s'offre, j'imagine, parce que nous sommes aux abois.» (CNBC, 18 janvier 2008).

3 Banque mondiale (2006).

4 Collier (2007).

5 Banque mondiale (2006); voir aussi tableau 1.

Le tableau 1 montre que les fonds souverains détenant des placements de plus de 100 milliards d'USD proviennent soit de pays pétroliers, soit d'États d'Asie orientale. Il indique aussi les sources de financement ainsi que les taux d'épargne standard et net ajustée en pourcentage du produit intérieur brut (PIB). Dans la mesure où les matières premières non renouvelables ne sont pas réinvesties dans du capital monétaire, corporel, environnemental ou humain, les pays exportateurs réduisent leur capital humain. C'est ce dont tient compte le taux d'épargne nette ajustée. Calculé par la Banque mondiale³, il est négatif pour les pays pétroliers; la Chine et Singapour, en revanche, épargnent trop. Les scénarios macroéconomiques et les réactions politiques peuvent prendre plusieurs formes face à ces différentes attitudes.

Les fonds souverains du tableau 1 ont tous été financés par des épargnes excédentaires de l'économie nationale, qu'il s'agisse de rentes minières ou d'économies très fortes des entreprises et des ménages. Griffith-Jones et Ocampo (2008) font remarquer à juste titre que, dans une perspective de politique du développement, seul le financement basé sur l'excédent de la balance des paiements courants est raisonnable. Si ce n'était pas le cas, la constitution d'un fonds souverain n'équivaudrait qu'à une intermédiation d'argent emprunté. Les fonds souverains devraient être basés sur les excédents de l'épargne.

Selon la source de l'excédent de l'épargne, deux types de fonds:

- ceux alimentés par les rentes minières et qui appartiennent à l'État ou sur lesquels l'État prélève un impôt ou des droits de douane;
- ceux issus du transfert de réserves officielles de devises de la banque centrale et non du rendements des matières premières.

Arguments en faveur des fonds souverains basés sur les matières premières

Pour les États riches en matières premières, l'affectation optimale des rentes est une décision complexe, fortement teintée d'incertitude. Certains des critères retenus sont le volume des réserves non identifiées, l'évolution future des cours, le revenu de l'exploitation des recherches et la croissance démo-

graphique. Les décisions doivent répondre aux questions suivantes: Faut-il exploiter ou préserver les gisements non renouvelables? Investir ou consommer les recettes qui en sont issues? Investir à l'intérieur ou à l'étranger? Doit-on plutôt éponger la dette extérieure? Le tableau 2, qui représente la matrice de cette décision, se fonde sur la littérature spécialisée concernant les matières premières non renouvelables⁴. L'axiome sous-jacent est la maximisation du bénéfice intergénérationnel ou la pérennisation du niveau de consommation individuel des populations.

D'après la règle de Hotelling, un taux d'extraction efficace permet au pays pétrolier de choisir indifféremment s'il veut conserver ses réserves dans le sol – et compter ainsi sur la hausse attendue du prix du pétrole – ou profiter du revenu qu'il peut obtenir en plaçant la rente générée par l'extraction pétrolière. Extraire et vendre une ressource naturelle non renouvelable équivaut à réduire la fortune totale tant qu'on enfreint la règle de Hartwick, autrement dit qu'on ne réinvestit pas intégralement les revenus qui en sont issus dans du capital humain, financier, environnemental ou corporel.

La Banque mondiale⁵ a calculé que plusieurs pays producteurs de matières premières enfreignent cette règle. La valeur souvent négative du taux d'épargne nette ajustée est essentielle pour expliquer que la croissance de ces pays est inférieure à la moyenne mondiale: ils souffrent de la «malédiction des ressources». Or, les fonds souverains sont une manière d'y échapper, parce qu'ils facilitent la transformation des rentes minières en autres placements patrimoniaux.

Si les pays de l'OCDE empêchaient les fonds souverains issus du pétrole d'investir comme ils l'entendent, les pays pétroliers devraient enfreindre les règles de Hotelling et de Hartwick. Si le rendement attendu des investissements se réduisait pour cause de «protectionnisme envers les capitaux», avertit Hotelling, le pétrole extrait pourrait diminuer et, donc, son prix augmenter. Si, d'autre part, le pétrole continuait à jaillir au même rythme, le même protectionnisme intensifierait le gaspillage et la corruption dans les pays producteurs et réduirait le niveau de consommation des générations futures, avec de possibles dommages géostratégiques.



Pr Helmut Reisen

Conseiller, Centre de développement de l'OCDE, professeur titulaire au WWZ, université de Bâle

Tableau 1

Pays des principaux fonds souverains, état fin 2007

Pays	Fonds souverain	Placements, 9/2007	Source de financement	Taux d'épargne standard, 2000	Taux d'épargne, nette ajustée, 2000
		Milliards d'USD		En % du BSP	En % du PIB
Émirats arabes unis	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	875	Pétrole	Pas de données	Pas de données
Chine	1. China Investment Corp. Ltd. 2. Central Huijin Investment Corp. 3. State Foreign Exchange Investment Corp. (SFEIC)	500	Autre que matière première	39	26
Singapour	1. Government of Singapore Investment Corp. (GIC) 2. Temasek	438	Autre que matière première	48	35
Norvège	Government Pension Fund Global (GPF)	322		37	19
Arabie saoudite	Divers fonds	300	Pétrole	29	-27
Koweït	Kuwait Investment Authority	250	Pétrole	40	-13
Russie	Stabilisation Fund of the Russian Federation (SFRF)	127	pétrole	37	-13

Sources: Kern (2007); Banque mondiale (2006) / La Vie économique

Encadré 1

Raison d'être des fonds souverains

Par rapport à la simple accumulation de réserves officielles de devises, plusieurs raisons majeures expliquent l'institution, au plan économique, de fonds souverains, pour autant que l'on exclue le simple flottement de la monnaie.

1. *Freiner la réévaluation de la devise*: constituées la plupart du temps en obligations d'État étatsuniennes, les réserves de devises sont considérées comme excessives. Du point de vue du portefeuille, les risques inhérents aux taux d'intérêt et au dollar recommandent une ventilation générale de la fortune monétaire de l'État, de même que sa conversion partielle en biens corporels. Du point de vue de la politique monétaire, les réserves excessives de devises ne sont plus contenues en stérilisant les interventions sur le marché des devises, parce que l'illiquidité des marchés financiers locaux et des effets conjoncturels interdisent une réduction correspondante du crédit intérieur. Ceci implique une réévaluation réelle de la monnaie, que ce soit par ajustement nominal ou inflation anticipée. Or, les investissements à l'étranger freinent la réévaluation réelle.
2. *Diversification économique et gains d'efficacité*: ces fonds répondent au besoin de diversification des pays producteurs de matières premières, diminuent la pression à la réévaluation et combattent le «syndrome hollandais» (c'est-à-dire la pression de la concurrence sur les autres secteurs). La région du Golfe donne un bon exemple du soutien apporté par les fonds souverains à l'établissement de nouvelles activités économiques dans les secteurs du tourisme, de la navigation aérienne et des finances.
3. *Transferts de technologie, accès au marché mondial et réseaux*: ils stimulent la productivité comme futur inducteur de croissance, et ce justement dans les pays qui ont alimenté jusqu'ici leur croissance principalement en accumulant les facteurs.
4. *Prévoyance à l'égard des sociétés vieillissantes et des générations futures*: cette raison est surtout importante dans les pays qui pratiquent une politique restrictive de l'immigration. Cela exige que les problèmes d'économie politique de la «malédiction des ressources» aient été résolus, donc qu'il existe un bilan transparent de la rente tirée des matières premières et de sa répartition.

Le tableau 2 montre encore qu'il y a de bonnes raisons d'investir une part de la manne minière à l'étranger, sinon les revenus des investissements à l'intérieur pourraient être inférieurs à ceux obtenus à l'étranger. Il vaut mieux échelonner les investissements à l'intérieur et les financer en rapatriant graduellement les placements à l'étranger. La règle dite des coûts de construction recommande aussi de ralentir les investissements à l'intérieur pendant la flambée des matières premières. La répartition efficace des rentes minières entre investissements à l'intérieur et à l'étranger risque, cependant, de susciter des résistances politiques. La réduction anticipée de la dette publique représentera alors une alternative aux fonds souverains, tant que les charges d'intérêts seront plus élevées que le rendement des investissements.

Fonds souverains d'Asie orientale: inefficacité dynamique et protection des taux de change

Contrairement aux États pétroliers, les fonds souverains de Chine et de Singapour sont financés par le transfert d'une partie des réserves officielles de devises. Celles-ci représentent la réunion de l'épargne excédentaire d'un pays. Les règles approximatives pour en fixer le montant optimal se basent sur la balance soit des paiements courants (couverture de trois mois d'importations), soit sur des mouvements de capitaux (cas par exemple de la règle de Greenspan/Guidotti, selon laquelle, pour éviter d'effrayer les investisseurs, il ne faut pas que les réserves descendent au-dessous des engagements extérieurs). Si la Chine obéissait simultanément aux deux règles, 500 milliards d'USD lui suffiraient, soit un tiers de ses réserves à mi-2008.

Depuis 2000, la Chine et Singapour économisent tout juste la moitié de leur produit in-

térieur et en investissent environ 40%, ce qui pourrait suggérer que les fonds souverains sont le fruit de «l'inefficacité dynamique» de ces États. *Abel et al. (1989)* définissent une économie comme dynamique efficace si le rendement brut du capital (bénéfices des entreprises, montant des loyers, intérêts encaissés) dépasse durablement les investissements bruts. Ce n'est qu'à cette condition que le secteur financier allouera à la consommation future plus de ressources qu'il n'en consomme. Cela devrait d'ailleurs être sa mission, même si les crises financières récurrentes et les coûts d'intermédiation juteux du secteur en font douter. Les économies dynamiques/inefficaces épargnent trop actuellement et consommeront trop demain; l'allocation intergénérationnelle des ressources est inefficace.

Il faut admettre que le vieillissement rapide de la population en Asie orientale et son peu de goût pour l'immigration exigent des bas de laine bien remplis pour soutenir la consommation future. L'épargne excessive et l'inefficacité dynamique tirent, toutefois, le rendement du capital en dessous du taux annuel de croissance des revenus, si bien que les rentes sont mieux garanties par un système de répartition que par l'épargne-prévoyance avec couverture du capital. *Kasa (1997)* et *He et al. (2007)* ne peuvent pas avoir faussé empiriquement l'inefficacité dynamique de Singapour et de la Chine; les causes plus profondes sont l'épargne-prévoyance forcée à Singapour et un taux de change sous-évalué en Chine.

À Singapour, l'épargne est principalement nourrie par sa composante obligatoire et représente 47% du PIB en 2007, contre 24% pour l'excédent de la balance des paiements courants. Depuis 1955, la ville-État gère le *Central Provident Fund*, système de retraites d'État à couverture de capital et cotisation déterminée. Tant les entreprises que les salariés sont tenus de cotiser à ce fonds. Le taux

Tableau 2

Gestion des décisions (richesse minière)

Décision	Règles
Quelle quantité de matières premières extraire? Arbitrage entre l'appréciation future des réserves de matières premières et les recettes issues de leur extraction.	de Hotelling/Solow À l'équilibre, cette règle implique que le prix des matières premières croisse à concurrence du taux d'intérêt mondial. Le taux d'extraction optimal équivaut au produit du taux d'intérêt mondial par l'élasticité de la demande (si le pays peut influencer le prix des matières premières). Les pays à faible croissance démographique extraient plus rapidement que ceux à forte croissance démographique (exemple: la Norvège).
Combien épargner? À long terme: tout, car la consommation de la rente issue de l'extraction des matières premières non renouvelables implique le démantèlement de la fortune totale. À moyen terme: cela dépend de facteurs de stabilisation (niveau macro-économique) et de diversification (niveau sectoriel).	de Hartwick Si la population stagne, l'intégralité des recettes issues des matières premières doit être réinvestie (par exemple en placements à l'étranger ou dans la formation). du prix des matières premières Constituer de l'épargne jusqu'au point qui permette de lisser la consommation indépendamment des fluctuations des prix (exemple: le Chili). Cette règle postule un certain taux de liquidités et des placements à l'étranger pour minimiser les effets de change.
Faut-il investir à l'intérieur ou à l'étranger?	du taux mondial Investir ce qu'il faut à l'intérieur pour que le produit (social) ne descende pas au-dessous du taux mondial (exemple: le Botswana). des coûts de construction Lissage intertemporel des coûts de construction et des prix immobiliers (secteur intérieur avec élasticité faible de l'offre).
Réduire la dette ou les investissements à l'étranger?	du risque par pays Réduction de la dette (publique) jusqu'à extinction de la dispersion des risques par rapport au niveau du taux mondial.

Sources: Reisen / La Vie économique

Encadré 2

Bibliographie

- Abel Andrew B. et al., «Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence», *Review of Economic Studies*, 56, 1989, p. 1–20.
- Asher Mukul G. et Nandy Amarendu, *Social Security Policy in an Era of Globalization and Competition: Challenges for Southeast Asia*, National University of Singapore, Working Paper 6-2006, 2006.
- Banque mondiale, *Where is the Wealth of Nations? Measuring Capital for the XXI Century*, Washington DC Collier, Paul (2007), *Managing Commodity Booms: Lessons of International Experience*, Oxford University, janvier 2006.
- Ferguson Niall et Schularick Moritz, «Chimerica» and the Global Asset Market Boom», *International Finance*, vol.10, n° 3, 2007, p. 215-239
- Griffith-Jones Stephanie et Ocampo José Antonio, *Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective*, Columbia University (www.policydialogue.org), février 2008.
- He Dong, Zhang Wenlang et Shek Jimmy, «How Efficient Has Been China's Investment?», *Pacific Economic Review*, vol. 12.5, 2007, p. 597–617
- Kasa Kenneth, «Does Singapore Invest Too Much?», *FRBSF Economic Letter* 97–15, 1997.
- Kern Steffen, *Sovereign Wealth Funds – State Investments on the Rise*, Deutsche Bank Research, Francfort/Main, 2007.
- Kuijs Louis, *Investment and Saving in China*, World Bank Policy Research Working Paper n° 3633, 2005.
- Mattoo Aaditya et Subramanian Arvin, *Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper 2-2008, 2008.
- Reisen, Helmut, «Neue Heuschrecken», *Internationale Politik*, Berlin, octobre 2007, p. 90–91.

de cotisation a été réduit continuellement, mais en 2008, il était encore en moyenne de 20% pour les salariés et de 13% pour les entreprises. On ne sera pas surpris d'apprendre que cet excès d'épargne n'a produit que très peu d'intérêt pour les retraités: 1,2% (corrigé de l'inflation) pour la période 1987–2004⁶.

Le fort taux d'épargne de la Chine se base sur les économies des entreprises, notamment dans les secteurs industriel et minier, qui développent leurs parts de marché à l'intérieur et à l'étranger, accroissent le volume de leurs ventes et de leurs exportations, et remplacent les importations. Cela laisse entendre que la performance de la Chine épargnante est liée à la sous-évaluation traditionnelle du yuan⁷. Les bénéficiaires des entreprises chinoises ont crû aussi rapidement que les réserves du pays jusqu'à ce qu'une partie de celles-ci soit transférée dans les fonds souverains; alors que l'épargne des ménages restait constante pendant la période 2000–2005 (environ 16% du produit intérieur), celle des entreprises est passée à 23%⁸.

Mattoo et Subramaniam (2008) recueillent les estimations concernant le taux de change réel du yuan chinois et constatent une sous-évaluation notable pour la période 2000–2006 (de l'ordre de 20 à 60%). D'après eux, corriger cette sous-évaluation réduirait l'excédent de la balance des paiements courants de la république populaire de 6 à 12% du produit intérieur.

Conclusion

Si les fonds souverains basés sur les matières premières se justifient pour le développe-

ment, on ne saurait en dire autant de ceux de la Chine et de Singapour. Certes, les besoins en portefeuille, la politique monétaire et les taux de change justifient, dans une certaine mesure, la conversion d'une partie des réserves officielles de devises en fonds souverains. Ces pays épargnent, toutefois, trop et obèrent donc excessivement les générations actuelles au profit des futures. En Chine, où les réseaux publics de soins s'effondrent, un transfert interne des ressources serait certainement préférable aux placements à l'étranger.

La réévaluation réelle inévitable des monnaies en Chine, à Singapour et dans les États du Golfe – que ce soit par les différentiels d'inflation ou le réajustement nominal des parités – contribuera à réduire les déséquilibres mondiaux et à freiner la croissance des placements de fonds souverains. En matière de politique économique, il faudrait aussi stimuler la consommation dans les économies non basées sur les matières premières – en Chine par un transfert du secteur des entreprises vers les ménages (ruraux), à Singapour par une nouvelle diminution des cotisations forcées au Central Provident Fund. Par principe, on ne devrait pas empêcher les fonds souverains d'investir à l'étranger tant que leur objectif est la rentabilité; le protectionnisme à l'égard de ceux basés sur le pétrole renchérirait cette matière première et pénaliserait les pays importateurs.

6 Asher et Nandy (2006).

7 Ferguson et Schularick (2007).

8 Kuijs (2006).