

LES FONDS SOUVERAINS DU POINT DE VUE DES PAYS EN DÉVELOPPEMENT

STEPHANY GRIFFITH-JONES *
JOSÉ ANTONIO OCAMPO **

Bien que les fonds souverains ne soient pas un phénomène nouveau, ils ont acquis une grande notoriété dans le débat public ces dernières années, à la suite de leur rôle grandissant dans les marchés mondiaux. La croissance de ces fonds participe d'un processus plus large d'accumulation d'actifs en devises étrangères par les pays en développement, qui s'est déroulé pendant la période de forte croissance qu'ont connue ces pays pendant la majeure partie de la décennie en cours, reflétant la forte croissance de leurs exportations et des flux de capitaux procycliques.

Cet article détaille d'abord l'évolution des réserves de change dans divers pays en développement, l'importance relative des comptes courants et des comptes de capitaux en tant que sources de ces actifs et examine une certaine typologie des fonds souverains. Puis, il passe rapidement en revue la littérature sur les déterminants de l'accumulation de réserves dans les pays en développement. Ensuite, il analyse les motifs de cette accumulation de réserves de change, en différenciant les rôles joués par les balances courantes et de capitaux, et en distinguant les déterminants structurels et cycliques de ces comptes. Enfin, les implications de l'analyse pour les architectures financières régionales sont étudiées et quelques conclusions sont présentées.

259

* Directeur, Initiative for Policy Dialogue, université de Columbia.

** Professeur et co-président, Initiative for Policy Dialogue, université de Columbia.

Cet article a été rédigé pour l'Andean Development Corporation et présenté le 18 février 2008 à l'occasion d'un séminaire sur les fonds souverains à Londres. Nous remercions Pietro Calice pour son soutien dans la conception de cet article et Carmen Seekatz pour son aide précieuse en matière de recherche.

L'ACCUMULATION DES RÉSERVES DE CHANGE ET L'ÉMERGENCE DES FONDS SOUVERAINS

Un aspect remarquable du système financier international dans la dernière décennie a été l'accumulation rapide des réserves de change par les pays en développement. Sur la base des données du FMI, les réserves mondiales ont triplé entre décembre 2001 et octobre 2007, passant de 2 100 Md\$ à 6 200 Md\$. La majeure partie de cette augmentation s'est concentrée dans les pays en développement qui dans leur ensemble représentent plus de 80 % de l'accumulation mondiale de réserves de cette période, et leurs réserves approchent actuellement les 5 000 Md\$.

La croissance des réserves s'est accélérée jusqu'à fin 2007. En particulier, les économies exportatrices d'Asie, notamment la Chine et l'Inde, et les pays producteurs de matières premières, et plus particulièrement les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient, ont accumulé la part du lion de ces augmentations. Par exemple, sur les 1 600 Md\$ d'augmentation des réserves de change en Asie entre décembre 2003 et octobre 2007, les trois quarts sont le fait de la Chine et de l'Inde. Les pays producteurs de pétrole ont également accumulé des réserves de change à un rythme remarquable. À fin octobre 2007, ils avaient des réserves de plus de 430 Md\$, soit 2,5 fois plus qu'il y a cinq ans (comme nous le disons plus loin, il faudrait ajouter à ce chiffre les montants alloués par ces pays aux fonds souverains, qui sont comptabilisés séparément). Ensemble, la Chine, l'Inde et les pays exportateurs de pétrole représentent plus de la moitié de la variation des réserves mondiales. L'Amérique Latine a également participé à ce mouvement et a pratiquement doublé ses réserves sur la même période.

260

Qu'est-ce qui a alimenté cette évolution ? Sur un plan d'ensemble, nous pouvons faire une distinction entre la contribution des comptes courants et des comptes de capitaux. En se focalisant sur trois régions, l'Asie en développement, le Moyen-Orient et l'Amérique latine, nous pouvons voir que pour chacune d'elles, il s'est produit un transfert net de ressources vers le reste du monde de 2002 à 2006, et que les changements dans les réserves proviennent dans une large mesure des excédents des paiements courants. Cependant, les tendances régionales cachent d'importantes différences pour chaque pays. Ainsi, en Asie, si Singapour et la Chine ont connu des transferts de ressources nets grâce à des excédents de leurs comptes courants, l'Inde a, par contre, « emprunté » des réserves, car la contrepartie de son accumulation de réserves est constituée d'entrées nettes de capitaux.

En outre, l'importance relative de la balance des comptes courants

par rapport à la balance des capitaux s'est modifiée avec le temps, notamment en Amérique Latine. Alors que l'accumulation initiale de réserves a été un élément important des excédents des paiements courants, la balance des capitaux a joué un rôle plus important pendant les deux périodes d'« exubérance » des flux de capitaux vers l'Amérique Latine identifiés par Ocampo (2007) : de la mi-2004 au premier trimestre 2006 et de la mi-2006 à la mi-2007. La deuxième période fut particulièrement active en termes d'entrées de capitaux et d'accumulation de réserves internationales. En effet, trois cinquièmes des réserves accumulées depuis le premier trimestre 2004 sont le résultat de cette flambée des entrées de capitaux.

Le processus extraordinaire d'accumulation de réserves de ces dernières années est sans équivalent dans l'histoire récente ; cependant, il n'explique pas tout. En fait, le montant de 6 200 Md\$ sous-estime la véritable augmentation des réserves de change, car une part importante de ces actifs dans certaines parties du monde a été allouée à des fonds souverains, qui sont généralement plus autonomes que la gestion traditionnelle des réserves par les banques centrales et/ou les ministères des Finances. Le montant des actifs gérés par les fonds souverains est difficile à estimer, en raison des informations limitées dont nous disposons. Dans certains cas, il pourrait même y avoir des doubles imputations (Truman, 2007). Cependant, selon Morgan Stanley et Standard Chartered, l'ensemble des fonds souverains mondiaux disposeraient de 3 000 Md\$ d'actifs internationaux, soit un montant équivalent à la moitié du total des réserves officielles (cf. tableau 1 ci-après pour la liste des principaux fonds). En 1990, les actifs des fonds étaient estimés à 500 Md\$ (Johnson, 2007). Ces actifs des fonds souverains sont, dans l'ensemble, à ajouter aux réserves de change.

261

Les deux phénomènes sont en fait étroitement liés. Aizenman et Glick (2007) distinguent deux raisons principales à cette récente accumulation d'actifs étrangers dans les fonds souverains. Le premier est la flambée récente des prix des matières premières, et notamment du pétrole. Conscients des gaspillages et des inefficacités du premier boom des années 1970, ces pays ont préféré épargner une partie des gains actuels dans des fonds souverains pour lisser la consommation et préserver les richesses des générations futures. Ceci constitue de loin la principale raison de la croissance exponentielle des fonds souverains ces dernières années, et du fait que les pays pétroliers représentent près des trois-quarts des actifs gérés par de tels fonds. En octobre 2007, les pays exportateurs de pétrole géraient environ 2 200 Md\$ de fonds souverains dont près de 1 500 Md\$ émanent des pays du Conseil de coopération du Golfe (CCG).

Tableau 1
Taille estimée des principaux fonds souverains

Pays	Nom des fonds	Actifs (Md\$)	Date de création	Source des fonds
Émirats Arabes Unis	Abu Dhabi Investment Authority	875	1976	Pétrole
Norvège	Government Pension Fund-Global	380	1996	Pétrole
Singapour	Government Investment Corporation	330	1981	Non matières premières
Arabie Saoudite	Saudi Arabian funds (plusieurs)	300	ND	Pétrole
Koweït	Kuwait Investment Authority	250	1953	Pétrole
Chine	China Investment Corporation	200	2007	Non matières premières
Singapour	Temasek Holdings	159.2	1974	Non matières premières
Russie	Stabilization Fund	127	2004	Pétrole
Australie	Future Fund	54	2006	Non matières premières
Qatar	Qatar Investment Authority	50	2005	Pétrole
Libye	Oil Reserve Fund	50	2005	Pétrole
Algérie	Revenue Regulation Fund	42.6	2000	Pétrole
États-Unis (Alaska)	Permanent Fund Corporation	38	1976	Pétrole
Brunei	Brunei General Reserve Fund	30	1983	Pétrole

ND = non défini.

Source : Morgan Stanley, Standard Chartered.

Une seconde raison du développement des fonds souverains avancée par Aizenman et Glick (2007) est l'accumulation de devises par les pays non exportateurs de matières premières qui connaissent un excédent persistant de la balance courante. C'est le cas des pays d'Asie Orientale, notamment de la Chine.

Bien qu'ils aient souvent fait la « une » des journaux ces derniers mois, les fonds souverains ne sont pas une nouveauté, notamment dans les pays riches en ressources naturelles. Ils existent au moins depuis les années 1950, avec la création d'un fonds au Koweït en 1953 et d'un autre à Kiribati trois ans plus tard (The Economist, 2008).

Il n'y a pas de définition universelle ou généralement acceptée des fonds souverains. Cependant, on peut les définir utilement comme des véhicules d'investissement contrôlés par des gouvernements, financés par des excédents de change, qui gèrent ces actifs séparément des réserves gouvernementales (Lowery, 2007) et les investissent dans une perspective de long terme (FMI, 2007). En fonction de leur source de financement, les fonds souverains peuvent être divisés en fonds « matières premières », qui sont financés par les revenus provenant des

exportations de matières premières vendues ou taxées par le gouvernement, et les fonds « non matières premières ».

En ce qui concerne leur objet, les fonds souverains peuvent être répartis entre deux types principaux : fonds d'épargne et fonds de stabilisation. Les fonds d'épargne sont conçus comme des fonds permanents, généralement liés à des ressources naturelles non renouvelables. Ils constituent un réservoir de richesses pour les générations futures lesquelles pourront en bénéficier après l'épuisement des ressources. Ils sont fondés sur la théorie économique qui veut qu'une part des ressources non renouvelables doit être épargnée pour lisser la consommation intertemporelle d'un pays. Un fonds de stabilisation est un mécanisme qui vise à réduire les effets de revenus fiscaux fluctuants et/ou de recettes de change. Les fonds de stabilisation sont souvent des fonds contingents, qui accumulent les ressources lorsque les recettes publiques, ou le prix des exportations, sont élevées (au-dessus d'un certain seuil) et les redistribuent quand ces recettes sont faibles.

Une troisième catégorie, parfois mentionnée séparément (Davis et *al.* 2003), est celle des fonds de financement dont les règles de fonctionnement sont clairement définies afin d'absorber un excédent ou de financer un déficit budgétaire. Le fonds norvégien en est un exemple : le budget doit lui transférer des fonds s'il est en excédent, et si le budget est déficitaire, le découvert est financé par le fonds. Les fonds de développement pourraient constituer une quatrième catégorie : ils consacrent leurs ressources en priorité à des projets socio-économiques comme les biens d'équipement. De tels fonds peuvent, par exemple, investir dans des infrastructures et d'autres projets dans les pays voisins, qui pourraient profiter au pays d'origine grâce à l'augmentation des échanges. De tels investissements peuvent être réalisés sur une base bilatérale ou par l'expansion de banques régionales de développement.

263

LA LOGIQUE DES ACCUMULATIONS DE RÉSERVES

L'accumulation de réserves de change par les pays en développement a donné naissance à un large corpus de travaux qui cherchaient à expliquer les raisons de cette accumulation. Deux types d'explications sont généralement distingués : la « compétitivité » et l'« auto-assurance ». Le premier a été souligné par la littérature sur le « deuxième Bretton Woods » (Dooley, Folkerts-Landau et Garber, 2003). Cette école soutient que les efforts des pays d'Asie pour conserver ou augmenter la compétitivité de leurs exportations dans le cadre d'un modèle de croissance tiré par les exportations les ont conduits à enregistrer d'énormes excédents de leurs comptes courants, dont la principale contrepartie, sur le plan mondial, est le déficit américain.

Cependant, même si l'aspect « compétitivité » des accumulations de réserves de change est une partie de l'explication, les travaux récents vont nettement plus dans le sens de l'« auto-assurance ».

En effet, il y a de nombreuses indications que cette accumulation importante de réserves de change par les pays en développement a commencé après une série de crises graves et coûteuses, et notamment la crise asiatique. Il s'agit, donc, d'une réponse rationnelle de chacun de ces pays pour s'auto-assurer contre les risques d'une intégration financière approfondie, et notamment contre le risque grandissant d'instabilité financière. Pour de nombreux pays, réduire de tels risques permet également d'éviter les programmes du FMI et la conditionnalité qui leur est associée et considérée par certains pays, notamment en Asie de l'Est, comme particulièrement gênante pour l'autonomie de leur politique nationale.

En outre, la littérature croissante sur ce sujet a conclu que les risques liés à l'intégration financière vont bien au-delà de ce que l'on pensait par le passé. Notamment, le motif d'auto-assurance contre les crises va plus loin que la règle Greenspan-Guidotti qui veut que les pays doivent conserver des réserves de change au moins équivalentes à leurs engagements à court terme, car les risques liés à la libéralisation des opérations en capital sont plus grands que ceux générés par la volatilité des flux de capitaux à court terme. Enfin, il faut souligner que l'instabilité associée, réelle ou potentielle, ne vient pas seulement des flux de capitaux étrangers mais aussi des agents financiers et non financiers nationaux, qui participent à la fuite des capitaux pendant les crises et qui rapatrient pendant les périodes fastes. C'est pourquoi, la demande de précaution qui en découle semblerait exiger qu'une proportion de la totalité des engagements extérieurs soit gardée en réserve, cette proportion augmentant avec le degré d'ouverture des comptes de capitaux (Ocampo, 2007-2008 ; Wyplosz, 2007). Les deux opinions peuvent être conciliées si l'on reconnaît que cette demande de précaution doit, de toute façon, être plus élevée si la proportion des flux de capitaux à court terme ou facilement réversibles est élevée.

Une question importante et intéressante est posée par Aizenman (2007) et Rodrik (2006), entre autres : pourquoi les pays en développement se protègent-ils contre l'instabilité financière en augmentant leurs réserves plutôt qu'en réduisant l'intégration financière (en introduisant, par exemple, une réglementation prudentielle des comptes de capitaux) ? En effet, comme l'a avancé Ocampo (2007-2008), l'auto-assurance et les coûts qui lui sont associés détruisent, dans un sens, la raison même des entrées de capitaux, qui est de transférer des ressources des pays riches vers les pays pauvres. Le choix de l'auto-assurance plutôt que l'option de mettre « du sable dans la machine »

des flux internationaux de capitaux est une énigme au vu de la littérature foisonnante, y compris celle du FMI (par exemple, Prasad et al, 2003 et Rajan, 2007), qui montre empiriquement que les coûts des crises financières ont été très élevés alors que les avantages de l'intégration financière ne le sont pas autant. Ceci tient au fait que les flux de capitaux ne tendent pas à lisser la consommation dans les pays en développement comme le prédisaient les théories classiques.

Dans cet ordre d'idées, il est utile de rappeler que des pays qui ont moins libéralisé leurs comptes de capitaux ou plus lentement (par exemple, l'Inde ou la Chine) ou qui ont introduit des réglementations de précaution pour leurs comptes de capitaux (comme le Chili ou la Malaisie) ont été nettement moins exposés à ces crises et à leurs coûts exorbitants. C'est pourquoi des réglementations de précaution des comptes de capitaux peuvent réduire les coûts de l'auto-assurance. En outre, il pourrait y avoir d'autres formes, moins coûteuses, d'auto-assurance. Un exemple pourrait être le recours à de nouveaux instruments de dette contracycliques pour les emprunts extérieurs, comme des obligations indexées sur le PIB, qui pourraient réduire le service de la dette dans les périodes difficiles et les accélérer dans les périodes fastes.

Comme l'avance Rodrik (2006), l'une des raisons pour lesquelles les pays ont accru leurs réserves de change et n'ont pas diminué leur exposition extérieure en usant de réglementations prudentielles pourrait être liée au fait que le contrôle des flux de capitaux à court terme porte atteinte à des intérêts financiers puissants. La difficulté de contrôler ces capitaux peut constituer une autre raison.

Mais les turbulences actuelles dans les pays développés pourraient déboucher sur une réglementation au niveau mondial, qui favoriserait un plus grand contrôle des flux spéculatifs de et vers les pays en développement et qui réduirait ainsi la nécessité d'accumuler des réserves dans un but d'auto-assurance. Il est important que les pays en développement participent activement au débat en cours sur la régulation de l'après-crise et suivent attentivement ses résultats et leurs conséquences pour leurs propres réglementations.

UN CADRE ÉLARGI

Bien que la littérature sur les réserves de change évoquée plus haut illustre quelques-uns des déterminants de l'accumulation de change par les pays en développement, elle n'est pas complète pour deux raisons. D'abord, elle ne fait pas suffisamment la différence entre la gestion des comptes courants et celle des comptes de capitaux, qui est essentielle pour les fonds souverains. Ensuite, elle ne fait pas clairement la distinction entre les facteurs structurels et cycliques.

Pour comprendre les origines des fonds souverains, il est important de commencer par les paiements courants, ainsi que les raisons sous-jacentes d'un excédent des comptes courants. S'il n'y a pas d'excédents, il est difficile de justifier la création d'un fonds souverain. En effet, si un fonds souverain était seulement créé avec des « réserves empruntées » (ou plus largement, des « liquidités empruntées »), nous pouvons le considérer, en réalité, comme une forme d'intermédiation financière, car il ne s'agirait pas réellement de la gestion de réserves nettes de change. Comme nous le verrons, la création d'une banque ou d'un fonds de développement, ou l'accumulation de ces fonds empruntés dans une banque régionale de développement, pourrait avoir un sens dans un tel cas de figure, mais pas un fonds souverain en tant que tel. Nous pouvons distinguer quatre motifs importants à l'accumulation de réserves nettes de change.

Le motif de substitution de la richesse en constitue le premier type. Dans ce cas de figure, il existe un excédent des comptes courants qui provient de l'exploitation de ressources naturelles non renouvelables. Nous pouvons considérer qu'il s'agit de la transformation d'une ressource naturelle illiquide en réserves nettes de change.

Il faut prendre en compte plusieurs facteurs dans ce cas. Le premier est qu'il pourrait être avisé de laisser ces ressources dans le sol, notamment si les revenus qu'elles génèrent sont simplement consommés. Si ceux-ci sont investis, la question décisive est celle de la rentabilité marginale des investissements qui lui sont associés par rapport à la hausse attendue de la valeur de la ressource naturelle¹. L'investissement domestique de la ressource est rationnel dans la mesure où il conduit à une accumulation de capitaux qui alimente une croissance durable à long terme. Évidemment, si la ressource est seulement consommée (situation de rente), la question essentielle réside dans le choix de la durée, et dans l'assurance d'une trajectoire de consommation lisse. Un problème important lié à de telles décisions provient des pressions politico-économiques qui pourraient favoriser une consommation excessive de la ressource ou un surinvestissement dans des infrastructures ou des activités de « diversification » qui pourraient n'avoir que de faibles avantages sociaux marginaux.

Une seconde question est liée à la littérature consacrée à la « maladie hollandaise » (*Dutch disease*), c'est-à-dire la décision politique qui consiste à utiliser les revenus liés à l'exploitation de la ressource naturelle pour accumuler des réserves de change plutôt que d'engager des dépenses domestiques. La question importante ici est de savoir si l'utilisation domestique des revenus se serait traduite par une appréciation du taux de change qui pourrait accélérer la croissance

dans des activités non commerciales mais aurait des effets négatifs sur d'autres secteurs commerciaux.

Les décisions d'exploiter la ressource ou de la laisser dans le sol, et de répartir les revenus afférents entre l'accumulation d'actifs financiers et les dépenses domestiques avec des effets accrus sur le développement, devraient varier selon le niveau de revenu du pays (Sachs, 2007). Si un pays riche comme la Norvège peut, avec raison, privilégier l'épargne à plus long terme, un pays à revenu moyen, voire faible, pourrait maximiser son niveau de vie en consacrant une part de ses ressources à des investissements ayant un effet relativement rapide sur le développement.

Un deuxième motif pourrait être appelé le motif de l'excédent résilient (l'excédent étant celui des comptes courants). Il s'agit ici de la tendance de certaines économies qui ne dépendent pas des matières premières (comme la Chine) pour avoir des excédents des comptes courants qui résistent bien à la croissance, et même à une hausse du taux de change.

Le troisième motif pourrait être appelé le motif contracyclique. On doit distinguer deux situations totalement différentes. Le premier cas est celui des variations cycliques dans les exportations réelles (volumes) liées aux cycles économiques à l'étranger (dans le monde ou chez les partenaires commerciaux). Le deuxième, et le plus pertinent pour l'Amérique Latine aujourd'hui, est lié aux variations cycliques des prix extérieurs, notamment des matières premières. Les deux questions présentent des points communs : la possibilité d'une surchauffe de l'économie domestique pendant le boom, qui entraînerait différentes combinaisons d'inflation domestique et de hausse nominale du taux de change, et provoquerait dans les deux cas une hausse du taux de change réel.

Quand la cause est une flambée des matières premières, il existe un avantage mais aussi une complication pour la conception des véhicules de stabilisation. L'avantage est qu'il est facile d'identifier, et donc de concevoir, l'instrument de la stabilisation. La complication vient de ce que les phases du cycle peuvent être difficiles à distinguer des tendances à long terme. Il est donc difficile de définir une règle qui identifie la composante cyclique d'un boom sur les prix par rapport à son éventuelle caractéristique de long terme qui permettrait de distinguer *ex ante* entre les composantes « transitoires » et « permanentes » du choc.

Le quatrième motif peut être appelé le motif d'auto-assurance, qui survient lorsque l'origine de l'abondance de devises provient du compte des capitaux plutôt que de la balance courante. Dans la mesure où les flux de capitaux sont fortement procycliques pour les pays

en développement, les critères importants sont les risques d'une inversion des flux de capitaux. En conséquence, l'auto-assurance doit être d'autant plus élevée que la part des flux de capitaux les plus volatils est importante (une appréciation qui est de plus en plus difficile à réaliser ; voir : Dodd et Griffith Jones (2007) sur le rôle des dérivés dans ce problème) et le degré d'ouverture du compte des capitaux est élevé.

Le tableau 2 résume les principales raisons de l'accumulation de réserves de change, en fonction de deux dimensions : l'origine du boom (excédent courant à court ou à long terme ou entrées nettes de capitaux) et le rôle que jouent les matières premières par rapport à d'autres facteurs qui influencent l'abondance de devises.

Tableau 2
Principales raisons de l'accumulation de réserves de change
par les pays en développement

	Excédent du compte courant à long terme	Excédent du compte courant à court terme	Flux de capitaux
Matières premières	Substitution de richesses	Contracyclique (prix)	
Non matières premières	Excédent résilient	Contracyclique (volumes)	Auto-assurance

268

Les motifs déterminent aisément la nature du fonds qui devrait être utilisée, et la structure de ses investissements. Les fonds souverains sont les instruments appropriés lorsqu'il existe un excédent des paiements courants, notamment s'il est manifestement à long terme.

Le cas contraire est celui de l'auto-assurance. Il est difficile de justifier la création d'un fonds souverain dans ce contexte. Tout fonds qui est créé à partir d'entrées nettes de capitaux pourrait être considéré comme un intermédiaire financier international, qui détourne les entrées de capitaux pour prêter et investir à l'étranger. Il serait alors plus sensé de créer un fonds ou une banque de développement si les entrées de capitaux peuvent être considérées comme stables. Dans ce cas, la banque, ou le fonds, pourrait assurer l'intermédiation de ces flux en redirigeant ces ressources vers les pays voisins, y compris dans des projets d'infrastructure qui favoriseraient le commerce avec eux, ou accumuler une partie de ces fonds dans des banques de développement régionales ou sous-régionales. Comme tous les flux de capitaux ne peuvent pas être considérés comme stables, l'auto-assurance doit se faire par

l'accumulation de réserves de change dans les banques centrales qui les investissent dans des actifs très liquides.

Une question connexe porte sur les stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains, et si celles-ci doivent varier selon le type de fonds et l'origine des excédents (matières premières et non matières premières). En principe, le rendement devrait être plus important que la liquidité pour les fonds souverains, et ils devraient donc investir dans des actifs à plus long terme, avec une répartition différente des risques et des rendements que les actifs habituellement conservés dans les réserves officielles. La principale raison en est l'horizon plus long de ces fonds, qui leur permet une plus grande souplesse à l'égard de la fluctuation à court terme des rendements. Le fonds norvégien en est un exemple. Évidemment, dans tous les cas, les allocations d'actifs doivent être soumises à des règles prudentielles strictes.

Trois remarques supplémentaires nous semblent pertinentes ici. Premièrement, dans la mesure où les actifs du fonds souverain appartiennent à tous les citoyens du pays et à leurs enfants, il devrait y avoir une plus grande prudence de la part des fonds souverains des pays en développement, qui devraient prendre moins de risque que les particuliers fortunés. C'est pourquoi les critères de choix du portefeuille d'actifs pourraient être quelque peu différents pour un fonds souverain de ce qu'ils sont pour une gestion privée. En conséquence, les banques centrales et les gouvernements devraient gérer les actifs eux-mêmes ou définir clairement et surveiller attentivement le niveau de risque que les gérants encourent sur les investissements du fonds souverain.

Deuxièmement, les investissements des fonds souverains (ou une part de ceux-ci) devraient être au service des objectifs de développement à long terme du pays, tout en assurant de bons rendements à long terme. Comme dans le cas des investissements dans les banques ou fonds de développement (qui pourraient être des utilisateurs potentiels des ressources des fonds souverains), une partie de ces investissements pourraient servir à financer des projets dans les pays voisins ou le pays pourrait décider d'investir dans des sociétés de pays plus développés afin, par exemple, d'avoir accès à des technologies nouvelles et meilleures. Cependant, il est important que de tels critères soient transparents et que les autres objectifs ne soient pas utilisés à mauvais escient comme des excuses pour des rendements inférieurs. Il est souhaitable que les fonds souverains des pays en développement mettent l'accent sur des objectifs de développement durable.

Troisièmement, il importe de distinguer entre les fonds d'épargne, qui peuvent investir sur des critères à plus long terme, et les fonds de

stabilisation qui (en raison de leur rôle cyclique) semble avoir besoin d'une plus grande proportion d'actifs relativement plus liquides. Ainsi, les besoins en liquidités des fonds de stabilisation peuvent être considérés comme intermédiaires entre les réserves de change normales (qui doivent être très liquides) et les fonds d'épargne, qui ont des horizons d'investissement plus lointains. De plus amples recherches et discussions avec les responsables politiques sont nécessaires pour définir les critères d'investissement pour différentes catégories de fonds de développement, de même que pour les pays avec différents niveaux de revenu.

Il y a, enfin, plusieurs questions d'économie politique qui ne sont pas faciles à traiter. Certaines pressions politico-économiques peuvent entraîner une consommation excessive de la ressource naturelle aujourd'hui ou susciter des investissements à faible bénéfice social marginal. Il y a aussi une tendance bien ancrée à considérer les flambées des prix des matières premières comme permanentes plutôt que passagères, ce qui conduit à des politiques procycliques qui ne peuvent durer. Si la cause du boom est l'exploitation d'une ressource naturelle non renouvelable, la meilleure stratégie conservatoire serait de laisser la ressource dans le sol.

Évidemment, la décision d'accumuler des ressources dans des fonds souverains doit être conforme aux règles budgétaires normales. Transférer des ressources à un fonds souverain n'a aucun sens si la politique budgétaire d'ensemble ne permet pas au pays d'avoir un budget en excédent.

270

CONSÉQUENCES SYSTÉMIQUES DES RÉSERVES IMPORTANTES ET DES FONDS SOUVERAINS

L'accumulation de réserves de change par les pays en développement est en partie la conséquence de la forte intégration financière et de l'instabilité qu'elle génère. De fortes fluctuations procycliques des financements extérieurs limitent également la marge de manœuvre qu'ont les pays en développement pour mettre en œuvre des politiques macroéconomiques contracycliques. Au cours de la dernière décennie, la réponse la plus courante des pays en développement aux problèmes d'instabilité financière a été la mise en place de politiques massives d'auto-assurance par le biais de vastes réserves de change, afin d'augmenter leur autonomie en matière de politique macroéconomique. Ce fut donc une réponse rationnelle de chaque pays à un système qui ne dispose pas d'une assurance collective efficace face aux crises des balances des paiements et qui réduit gravement l'autonomie des politiques macroéconomiques.

Pour chaque pays, l'auto-assurance soulève des questions concernant la rationalité des flux entrants de capitaux et de la libéralisation des mouvements de capitaux en général, car les premiers ne génèrent pas de transferts de ressources et les seconds entraînent de coûteuses accumulations de réserves de change destinées à répondre aux risques associés à un régime plus libéral des comptes de capitaux.

L'une des conséquences de ces vastes accumulations de réserves de change par les pays en développement a été un moindre recours aux institutions financières internationales (IFI) et notamment au FMI. Le renforcement d'institutions régionales, comme le FLAR (Fonds latino-américain de réserves) et la Chiang Mai Initiative en Asie de l'Est, peut jouer un rôle important. Ces institutions régionales peuvent assurer un apport contracyclique de devises qui réduira les demandes de ces devises de chaque pays.

L'un des avantages que présentent ces accumulations de réserves de change est la possibilité de créer de solides institutions financières régionales, qui favorisent à la fois un soutien aux politiques macro-économiques et une coopération en matière de développement. Il est intéressant de voir que si une très petite proportion du total des actifs et des réserves internationales des fonds souverains des pays en développement était investie dans les banques de développement nouvelles ou à créer appartenant à ces pays, elle pourrait générer un fort accroissement de la capacité de prêt de ces banques, qui pourrait être consacrée à des biens publics régionaux tels que les infrastructures. Griffith Jones et *al.* (2008) ont estimé que si 1 % des actifs des fonds souverains étaient alloué en capital à ces banques des pays en développement, ces dernières pourraient disposer de nouvelles capacités de prêt annuelles de l'ordre de 70 Md\$, ce qui triplerait à peu près le montant des prêts actuels de la Banque mondiale et des trois principales banques de développement régionales qui prêtent aux pays en développement (les banques interaméricaine, asiatique et africaine). De tels prêts aux pays à court de devises pourraient être particulièrement précieux dans le contexte de la crise actuelle.

Il semble donc que le moment soit venu pour les pays en développement de créer de solides mécanismes de coopération monétaire (accords de *swap* et fonds de réserve, notamment) et de développer leurs propres banques régionales et sous-régionales. Une répercussion systémique de l'accumulation de réserves de change par les pays en développement est que celle-ci illustre les changements en cours dans la structure de la puissance mondiale et y participe. Elle accroît le potentiel de négociation des pays en développement dans les négociations internationales. Elle fournit une plus grande marge de manœuvre politique aux responsables nationaux et présente une occasion

remarquable de développer la coopération financière régionale entre les pays en développement.

D'une manière plutôt inattendue, les fonds souverains ont également contribué à la stabilité financière mondiale, en contribuant à recapitaliser les plus grandes banques internationales dans la première phase de cette crise. Les achats d'actions par les fonds souverains (généralement annoncés en même temps que les fortes pertes) ont momentanément contribué à atténuer les appréhensions sur la solvabilité des banques et à contenir l'inévitable chute des prix des actions. On peut donc dire qu'à un moment donné, les fonds souverains sont devenus les fournisseurs de capitaux en premier et en dernier ressort.

En conséquence à ces logiques (et notamment des besoins urgents de capital), les gros investissements des fonds souverains dans de grandes banques ont en général été bien accueillis. Ce qui a permis d'éviter un « protectionnisme financier » dans les pays développés. Les demandes d'une plus grande transparence des fonds souverains de la part d'un certain nombre de ces pays peuvent présenter un intérêt dans ce domaine, car la transparence pourrait atténuer le protectionnisme financier. Cependant, il serait bien plus légitime d'étendre ces demandes à d'autres acteurs financiers comme les *hedge funds*, les fonds de *private equity* et les banques d'investissement, afin qu'elles n'apparaissent pas comme un autre exemple du « faites ce que je dis, pas ce que je fais ». Les demandes devraient donc être symétriques : toutes les institutions devraient être transparentes.

272

L'accumulation importante de réserves de change par les pays en développement est devenue un fait caractéristique des années 2000. L'accumulation d'actifs dans les fonds souverains est d'une importance similaire.

Nous avons distingué quatre motifs à ces accumulations de réserves de change. Les deux premières ont été appelées « motif de substitution de la richesse » (transformer une ressource naturelle en actifs financiers) et le « motif d'excédent résilient » (excédent durable des comptes courants qui ne peut être corrigé à court terme par une hausse du taux de change). Ces deux motifs sont derrière certains fonds souverains qui sont par nature des fonds d'épargne, et ce sont les deux seuls qui devraient conduire à la création des fonds souverains. Un troisième motif, celui de l'action contracyclique, justifierait plutôt un fonds de stabilisation ou l'accumulation de réserves de change pour absorber des excédents courants temporaires et, dans certains cas, des fluctuations budgétaires liées à un boom des matières premières ou des

exportations. Le quatrième motif, l'auto-assurance, vise à atténuer les risques liés aux flux de capitaux procycliques. Les différents motifs conduisent à la création de différents types de fonds, chaque catégorie ayant des critères d'investissement quelque peu différents.

Les fonds souverains ont joué un rôle stabilisateur un peu inattendu, en apportant des fonds qui ont contribué à stabiliser le système bancaire des pays développés. Et ils ont aussi esquisé une occasion remarquable de développer la coopération financière entre les pays en développement, aussi bien sur une base régionale qu'à une échelle plus large.

NOTE

1. À noter que si des progrès techniques menacent de réduire la demande pour cette ressource, il peut être avisé de l'exploiter aujourd'hui. Les nitrates chiliens en sont un bon exemple.

BIBLIOGRAPHIE

AIZENMAN J. (2007), « Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture », UCSC NBER Working Paper 13277.

AIZENMAN J. et GLICK R. (2007), « Sovereign Wealth Funds : Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization ? », *FRBSF Economic Letter*, vol. 38, novembre.

DAVIS J. et al. (2003), « Stabilization and Savings Funds for Non-Renewable Resources : Experiences and Fiscal Policy Implications », in Davis J., Ossowski R. et Fedelino A. (eds.), *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil Producing Countries*, Washington DC, FMI, ch. 11.

DODD R. et GRIFFITH-JONES S. (2007), « Brazil's Derivatives Markets : Hedging, Central Bank Intervention and Regulation », www.policydialogue.com.

DOOLEY M.-P., FOLKERTS-LANDAU D. et GARBER P. (2003), « An Essay on the Revived Bretton Woods System », NBER Working Paper, n° 9971, Cambridge, Massachusetts : National Bureau of Economic Research, septembre.

FMI (2007), *Global Financial Stability Report*, annexe 1.2, Washington DC, FMI, septembre.

GRIFFITH-JONES S., GRIFFITH-JONES D. et HERTOVA D. (2007), « Enhancing the Role of Regional Development Banks ; the Time is Now », article pour le G24, http://stephanygj.net/_documents/Enhancing_role_regional_dev_banks_09_07.doc.

JIMÉNEZ J.-P. et TROMBEN V. (2006), « Política Fiscal y Bonanza : Impacto del Aumento de los Precios de los Productos no Renovables en América Latina y el Caribe », *Revista de la CEPAL*, n° 90, septembre.

JOHNSON S. (2007), « The Rise of Sovereign Wealth Funds », *Finance and Development*, vol. 44, n° 3, septembre.

- LOWERY C. (2007), « Remarks on Sovereign Wealth Funds and the International Financial System », US Department of the Treasury, juin.
- OCAMPO J.-A. (2007), « La Macroeconomía de la Bonanza Económica Latinoamericana », *Revista de la CEPAL*, n° 93, décembre.
- OCAMPO J.-A. (2007), « The Instability and Inequities of the Global Reserve System », *International Journal of Political Economy*, vol. 36, n° 4.
- PRASAD E.-S. et al. (2003), « Effects of Financial Globalization on Developing Countries : some Empirical Evidence », FMI, Occasional Paper 220.
- RAJAN R. (2007), « Too Much of a Good Thing? The Adequacy of International Reserves in the Aftermath of Crisis », Economics Department, University of Surrey, Mason George, University School of Public Policy.
- RODRIG D. (2006), « The Social Cost of Foreign Exchange Reserves », *International Economic Journal*, vol. 20, n° 3, septembre.
- SACHS J. (2007), « How to Handle the Macroeconomics of Wealth » in Humphreys M., Sachs J. et Stiglitz J. (eds.), *Escaping the Resource Curse*, Columbia University Press.
- THE ECONOMIST (2008), « Asset-backed Insecurity », 19 janvier.
- WYPLOSZ C. (2007), « The Foreign Exchange Reserves Build-up : Business as Usual ? », article préparé pour un atelier sur la dette, « Finance and Emerging Issues in Financial Integration », organisé par le Département économique et des affaires sociales des Nations-unies et tenu au Commonwealth Secretariat, 6-7 mars.