

## COMMENT RECONVERTIR RESSOURCES ET REVENUS : DU BON USAGE DES FONDS SOUVERAINS

*par*  
**Helmut Reisen**

- L'économie du développement explique aussi bien la création de fonds souverains que les raisons qui ont suscité leur vogue.
- Les économies basées sur l'exploitation des ressources naturelles montrent comment les fonds souverains peuvent transformer pétrole et matières premières en sources de richesse.
- Les contraintes imposées aux fonds souverains des pays richement dotés en pétrole risquent d'affaiblir le rendement ajusté au risque des exportateurs de pétrole et de contribuer ainsi au maintien des cours élevés des hydrocarbures, l'offre se restreignant.

# CAHIER DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE N° 38

## Comment reconvertir ressources et revenus : du bon usage des fonds souverains

*par*

**Helmut Reisen**



LES IDÉES EXPRIMÉES ET LES ARGUMENTS AVANCÉS DANS CETTE PUBLICATION SONT CEUX DE L'AUTEUR ET NE REFLÈTENT PAS NÉCESSAIREMENT CEUX DE L'OCDE, DE SON CENTRE DE DÉVELOPPEMENT, OU DES GOUVERNEMENTS DE LEURS PAYS MEMBRES

## ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

L'OCDE est un forum unique en son genre où les gouvernements de 30 démocraties œuvrent ensemble pour relever les défis économiques, sociaux et environnementaux que pose la mondialisation. L'OCDE est aussi à l'avant-garde des efforts entrepris pour comprendre les évolutions du monde actuel et les préoccupations qu'elles font naître. Elle aide les gouvernements à faire face à des situations nouvelles en examinant des thèmes tels que la gouvernance d'entreprise, l'économie de l'information et les défis posés par le vieillissement de la population. L'Organisation offre aux gouvernements un cadre leur permettant de comparer leurs expériences en matière de politiques, de chercher des réponses à des problèmes communs, d'identifier les bonnes pratiques et de travailler à la coordination des politiques nationales et internationales.

Les pays membres de l'OCDE sont : l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, la Corée, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, le Mexique, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la République slovaque, la République tchèque, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie. La Commission des Communautés européennes participe aux travaux de l'OCDE.

Les Éditions de l'OCDE assurent une large diffusion aux travaux de l'Organisation. Ces derniers comprennent les résultats de la collecte de statistiques, les travaux de recherche menés sur des questions économiques, sociales et environnementales, ainsi que les conventions, les principes directeurs et les modèles développés par les pays membres.

Le Centre de développement de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques a été créé par décision du Conseil de l'OCDE, en date du 23 octobre 1962, et regroupe 23 pays membres de l'OCDE : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, la Corée, la Finlande, l'Espagne, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Luxembourg, le Mexique, la Norvège, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la République slovaque, la République tchèque, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie, ainsi que le Brésil depuis mars 1994, le Chili depuis novembre 1998, l'Inde depuis février 2001, la Roumanie depuis octobre 2004, la Thaïlande depuis mars 2005, l'Afrique du Sud depuis mai 2006, l'Égypte, l'Israël et le Vietnam depuis mars 2008 et la Colombie depuis juillet 2008. La Commission des Communautés européennes participe également au Comité directeur du Centre.

Le Centre de développement, dont l'appartenance est ouverte non seulement aux pays membres de l'OCDE mais également à des pays non-membres, occupe un statut particulier au sein de l'OCDE et de la communauté internationale. Les pays membres du Centre concourent au financement des projets, définissent le programme de travail biennal, et veillent sur son exécution.

Le Centre tisse des liens entre les pays membres de l'OCDE et les pays en développement, et il encourage le dialogue entre eux, afin d'élaborer des solutions politiques aux enjeux mondiaux en gestation et aux défis du développement. Les personnalités participant aux événements organisés par le Centre sont invitées à titre personnel.

Une équipe restreinte du Centre coopère avec experts et organismes des pays membres de l'OCDE, afin de réaliser le programme établi. Les résultats sont discutés lors de réunions informelles d'experts et de décideurs politiques. Ils font l'objet d'une série de publications de référence destinées aux chercheurs et aux responsables. Les *Études du Centre* proposent des analyses de fond sur les grands enjeux du développement. Les *Repères* et les *Cahiers de politique économique* en résument les principales conclusions à l'intention des décideurs. Les *Documents de travail* traitent des aspects plus techniques du travail effectué au Centre.

Pour plus d'informations sur les activités du Centre, consulter le site : [www.oecd.org/dev](http://www.oecd.org/dev)

Publié en anglais sous le titre :

***How to Spend It: Commodity and Non-commodity Sovereign Wealth Funds***

© OCDE 2008

Toute reproduction, copie, transmission ou traduction de cette publication doit faire l'objet d'une autorisation écrite. Les demandes doivent être adressées aux Éditions de l'OCDE [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org) ou par fax 33 1 45 24 99 30. Les demandes d'autorisation de photocopie partielle doivent être adressées au Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC), 20 rue des Grands-Augustins, 75006 Paris, France, fax 33 1 46 34 67 19, [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com) ou (pour les États-Unis exclusivement) au Copyright Clearance Center (CCC), 222 Rosewood Drive Danvers, MA 01923, USA, fax 1 978 646 8600, [info@copyright.com](mailto:info@copyright.com).

## **Table des matières**

Remerciements .....	4
Résumé .....	5
Fonds souverains : motifs et sources de financement .....	7
Logique et raison d'être des fonds souverains liés aux matières premières.....	11
Fonds souverains non liés aux matières premières : inefficacité dynamique et sous-évaluation des taux de change.....	14
Perspectives .....	16
Notes .....	18
Références .....	19
Autres titres dans la série .....	21

## **Remerciements**

Une première version de ce Cahier de politique économique a été présentée lors d'un atelier organisé au ministère allemand des Finances le 24 janvier 2008, sur le thème « Objectifs et stratégies des fonds d'investissement souverains ». Le Deutsche Bank Research, un groupe de travail de la Banque d'Allemagne, en a publié une nouvelle version dans sa « Note 28 » le 18 juillet 2008. L'auteur remercie pour leurs précieux commentaires Steffen Kern, du Deutsche Bank Research, ainsi que Henning Klodt, de l'Institut d'économie mondiale (Institut für Weltwirtschaft) de l'université de Kiel.

## Résumé

Les fonds souverains sont devenus des acteurs de premier plan sur les marchés financiers mondiaux. Mais leurs investissements ont régulièrement alimenté des peurs – de l’espionnage industriel aux menaces géopolitiques, notamment. Ce *Cahier de politique économique* défend l’idée qu’un examen des raisons qui président à la création de ces fonds permet de replacer ces peurs dans une juste perspective. L’économie du développement suffit à expliquer à la fois l’origine des fonds et leur vogue récente, concourant ce faisant à éviter que les pays de l’OCDE n’imposent des restrictions aux investissements.

Les principes de base des finances publiques et de l’économie du développement laissent peu de place à la théorie du complot. En revanche, ils pointent le fait que tant l’origine des fonds que leurs motivations économiques diffèrent selon qu’il s’agit ou non de fonds souverains liés aux matières premières. Ils mettent en évidence certaines des grandes raisons qui poussent les États à constituer des fonds souverains plutôt que de se contenter d’accumuler des devises étrangères : éviter des réserves de change excessives, améliorer la diversification et l’efficacité de l’économie, encourager les transferts de technologie et tirer parti des réseaux ou encore prévenir la pression démographique.

Quand ils engagent leurs excédents, les gouvernements doivent prendre des décisions importantes et fondamentales. Les règles de Hotelling et Hartwick offrent un cadre théorique qui démontre tout l’intérêt du recyclage des recettes du pétrole et des autres matières premières pour créer de la richesse plutôt que de les dépenser.

Cela ne profite pas seulement aux pays investisseurs : les pays destinataires des investissements y trouvent leur compte. Le protectionnisme, à l’instar des restrictions imposées sur les fonds souverains des pays richement dotés en pétrole, va tendre à réduire le rendement ajusté au risque pour les pays exportateurs ; il peut aussi provoquer une limitation de l’offre, qui se traduirait par une hausse des tarifs pétroliers.

## Introduction

Outils d'investissement contrôlés par les États, les fonds souverains (*Sovereign Wealth Funds* – SWF) suscitent depuis quelque temps des sentiments protectionnistes dans certains pays de l'OCDE. Le volume de leurs actifs – plus de 3 000 milliards de dollars (USD) – et l'identité de leurs propriétaires – les gouvernements – alimentent parfois des théories du complot, comme la peur de l'espionnage industriel ou les menaces géopolitiques. Jim Cramer, animateur de télévision connu pour son impertinence, a résumé crûment ces peurs alors que les fonds souverains investissaient massivement dans les banques américaines : « Voulons-nous que ce soient les communistes, ou les terroristes, qui tiennent nos banques ? Au point où nous en sommes, j'imagine, je prendrai tout ce qui s'offre » (CNBC, 18 janvier 2008). Effectivement, les craintes relatives aux motivations politiques prêtées aux fonds souverains s'invitent régulièrement dans le débat planétaire sur les politiques d'investissement. Au bout du compte, ces peurs servent de prétexte, quoique diffus, pour appeler à des mesures protectionnistes visant à décourager les investissements étrangers et à contrarier les flux transfrontaliers de capitaux.

Les investissements contrôlés par des États étrangers, comme ceux provenant des fonds souverains, peuvent inquiéter dans la mesure où les intentions de l'investisseur sont mal connues : ses visées sont-elles purement commerciales ou bien dictées par des considérations de politique ou de politique étrangère ? Les fonds peuvent aggraver les peurs d'une prise de contrôle ou d'un accès, par une puissance étrangère, à des technologies touchant à la défense. Toutefois, la principale raison d'être des fonds souverains – l'équité intergénérationnelle – et le caractère divers et cyclique des autres raisons, détaillées plus loin, devraient apaiser ces peurs en les plaçant dans une perspective appropriée. L'économie du développement permet d'expliquer à la fois les sources de financement des fonds et les raisons qui ont conduit à leur vogue récente, contribuant ce faisant à empêcher les pays de l'OCDE d'imposer des restrictions aux investissements.

Ce *Cahier de politique économique* expose ces principes de base des finances publiques et de l'économie du développement. S'ils laissent peu de marge aux théories du complot, ils montrent bien que l'origine des fonds comme leur finalité économique diffèrent selon qu'ils sont liés ou non aux matières premières. La théorie comme les données factuelles suggèrent clairement que les peurs entourant les motivations politiques des fonds souverains, tout comme les appels à restreindre les investissements étrangers, sont très largement infondés.

## Fonds souverains : motifs et sources de financement

Les fonds souverains les plus volumineux – avec des actifs supérieurs à 100 milliards USD (les « fonds lourds ») – sont généralement originaires de pays exportateurs de pétrole ou de pays d'Asie de l'Est (tableau 1). Ils constituent une partie du capital national total de leurs pays respectifs, défini par la somme des avoirs financiers nets, le stock de capital physique (par exemple l'immobilier, les machines et les cultures), le capital environnemental naturel préservé, le capital humain et les ressources naturelles inexploitées. Extraire et vendre du pétrole en quantité revient à éroder ce capital, à moins que les recettes ne soient totalement réinvesties dans le capital financier, physique, environnemental ou humain<sup>1</sup>. Par conséquent, une épargne « véritable » peut devenir négative si les recettes des ressources épuisables ne sont pas totalement réinvesties, puisque les pays riches en pétrole prennent le risque d'épuiser leur capital total. La Banque mondiale (2006) a calculé que de nombreux pays richement dotés en pétrole connaissent des taux négatifs d'épargne « véritable » et s'appauvrissent chaque année. Le tableau 1 met en évidence les écarts remarquables de résultats en termes d'épargne « véritable » dans les pays disposant de fonds lourds : les pays asiatiques épargnent trop et les États du Golfe *a priori* pas assez.

Les finances publiques, l'économie du développement et les paramètres monétaires permettent d'identifier certaines des raisons qui président à la constitution de fonds souverains de préférence à une simple accumulation de réserves de change :

- dans les cas où le volume des réserves en devises étrangères – généralement sous la forme de bons du Trésor américain – est jugé excessif, le risque de taux d'intérêt et de change inhérent à ces réserves officielles commence à un certain degré à militer en faveur d'une diversification du portefeuille, afin de contenir les pertes potentielles liées au dollar américain ou à la valeur faciale des bons du Trésor américain. Les banques centrales jugent qu'il est de plus en plus difficile de contrôler les agrégats monétaires quand le volume des réserves augmente trop, car les marchés financiers locaux n'ont pas la profondeur nécessaire pour contenir la composante nationale de l'offre monétaire, indispensable pour contrebalancer l'augmentation des devises étrangères. À un certain point, ni l'inflation ni un flottement à la hausse de la devise nationale ne sont acceptables pour des autorités monétaires qui ne réglementent pas les mouvements de capitaux. De toute façon, cette situation entraîne une valorisation de la devise en termes réels ;



- outre la volonté de pallier des réserves de change excessives, l'instauration de fonds souverains a pour principales motivations économiques une diversification de l'économie et des gains de rentabilité. Pour les pays richement dotés en matières premières, réduire leur dépendance envers ces ressources par une diversification sectorielle verticale et horizontale est un objectif primordial pour le développement. Les fonds souverains peuvent y contribuer de différentes façons : en aidant à contenir une appréciation injustifiée de la monnaie, la diversification limite le fardeau de la compétitivité pesant sur les industries non traditionnelles provoqué par le « syndrome hollandais »<sup>2</sup>. Les Émirats arabes unis utilisent leurs fonds pour assurer la diversification rapide de leur économie en dehors du secteur pétrolier, au bénéfice du tourisme, de l'aéronautique et de la finance. Ce genre de motivation légitime autant les fonds souverains que le désir d'améliorer le rendement de l'économie par l'acquisition de parts dans les grandes multinationales ;
- investir dans des sociétés d'envergure mondiale peut favoriser les transferts de technologie et un maillage profitable et, en renforçant son dynamisme, faire de la production nationale une locomotive de la croissance ; investir dans les infrastructures, en particulier à l'échelle régionale, peut stimuler les entreprises privées. Ces visées sont particulièrement pertinentes dans des pays où, comme en Asie, la croissance future ne peut compter sur le simple facteur de l'accumulation, mais repose beaucoup plus sur une exploitation plus efficace des facteurs de production accumulés. Vue sous cet angle, la volonté de doper la rentabilité qui transparait dans l'allocation des fonds peut expliquer la récente ruée des fonds souverains pour acquérir des participations dans les intermédiaires financiers américains rendus exsangues par la crise des crédits à risque ;
- au bout du compte, les fonds souverains peuvent apporter une réponse aux pressions démographiques projetées, en lissant les niveaux de la consommation de long terme à l'avantage des générations futures, quand les ressources naturelles seront épuisées. Cette raison devient encore plus prégnante lorsque les décideurs politiques entendent limiter l'immigration. Cela suppose également une maîtrise préalable des problèmes de politique économique qui mènent tout droit à la « malédiction des matières premières », c'est-à-dire à la captation par les autorités en place d'une rente liée aux ressources naturelles. La logique suppose aussi que les flux du revenu généré par les matières premières et leur usage fassent l'objet d'un minimum de transparence.

Tableau 1. **Fonds souverains et recettes**

Pays	Fonds	Actifs gérés (milliards USD, sept. 2007)	Source de finance- ment	Épargne nationale brute (% du RNB, fin 2000)	Épargne « véritable » (% du RNB, fin 2000)
Émirats arabes unis	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	875	Pétrole	n.d.	n.d.
Chine	China Investment Corp. Ltd. Central Hujin Investment Corp. State Foreign Exchange Investment Corp. (SFEIC)	500	Non liée aux matières premières	38.8	25.5
Singapour	Govt. of Singapore Investment Corp. (GIC) Temasek	438	Non liée aux matières premières	47.7	35.2
Norvège	Govt. Pension Fund – Global (GPF)	322	Pétrole	36.9	18.5
Arabie saoudite	Fonds divers	300	Pétrole	29.4	-26.5
Koweït	Kuwait Investment Authority	250	Pétrole	40.0	-12.9
Hong Kong, Chine	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	140	Non liée aux matières premières	31.8	21.4
Russie	Fonds de stabilisation de la Fédération de Russie (SFRF)	127	Pétrole	37.1	-13.4

Source : Kern (2007) ; Banque mondiale (2006).

Les fonds souverains les plus riches sont présentés au tableau 1. Ils sont tantôt financés par des revenus d'exportation non liés à des ressources non renouvelables, tantôt par des taux d'épargne très élevés des entreprises ou des ménages, ou par des excédents budgétaires. Griffith-Jones et Ocampo (2008) insistent à juste titre sur le fait que, dans une perspective de développement, financer un fonds souverain autrement qu'avec un excédent de la balance nationale des comptes courants n'a aucun sens. Faute de disposer d'un tel excédent, il est difficile de justifier la création d'un fonds souverain puisqu'il faudrait dans ce cas compter sur un financement externe, ce qui constituerait une forme d'intermédiation financière par une « monnaie d'emprunt ».

Les fonds souverains relèvent de deux catégories quand on en vient aux sources de l'excédent d'épargne : les fonds liés aux matières premières, qu'ils soient alimentés par les recettes d'exportation de ces produits ou par la taxation de ces mêmes produits ; et les fonds alimentés par d'autres sources, généralement un transfert des réserves publiques de change en devises étrangères, qui transitent donc par la banque centrale du pays. Le tableau 2 propose un schéma des principales motivations et sources de financement des fonds, adapté aux pays dont les fonds souverains ont des actifs supérieurs à 100 milliards USD. Les prochains paragraphes détailleront davantage la logique des fonds liés à des matières premières et celle des autres fonds.

Tableau 2. **Schéma des motivations des fonds souverains et de leur financement**

(Pays gérant des fonds souverains dont les actifs dépassent 100 milliards de dollars, 2007)

Source du financement \ Principale motivation	Diversification des réserves de change	Diversification de l'économie	Rentabilisation de l'économie	Équité inter-générationnelle
Recettes des matières premières	Russie	Émirats arabes unis		Koweït Norvège Arabie saoudite
Excédent d'épargne structurel	Chine	Singapour	Chine Singapour	

Source : Calculs de l'auteur.

## **Logique et raison d'être des fonds souverains liés aux matières premières**

En choisissant la manière de dépenser au mieux les recettes tirées de leurs ressources naturelles, les autorités des pays richement dotés en matières premières se basent sur des données à la fois interdépendantes et hautement aléatoires (niveau des réserves, futurs cours, taux de rendement des investissements consacrés à l'exploration). Pour l'essentiel, il s'agit de choisir entre exploiter et préserver une ressource épuisable ; entre dépenser ou investir une fois prise la décision d'exploiter la ressource ; entre investir sur le sol national ou à l'étranger ; et entre investir à l'étranger ou soulager la dette publique (d'après deux précieuses enquêtes de Collier, 2007 et de Van der Ploeg, 2008). Le tableau 3 présente un arsenal des choix (l'« arbre de décision ») auxquels sont confrontées les autorités de ces pays.

La théorie propose d'utiles repères pour une gestion optimale des ressources naturelles. Une école insiste sur les arguments en faveur d'un arbitrage et sur la règle de Hotelling. Un pays exportateur de pétrole ou de toute autre ressource épuisable ne devrait pas se désintéresser de la question de savoir s'il doit économiser le pétrole en le laissant dormir sous terre – misant ce faisant sur une hausse des cours dans l'avenir – ou s'il doit placer sa rente sur le marché et en tirer un revenu (règle de Hotelling sur la rentabilité des prélèvements). Si le marché n'offre qu'un retour déprimé à un réinvestissement des recettes pétrolières, le pays exportateur de pétrole va dépenser ses recettes ou bien laisser dormir son pétrole sous terre plutôt que de les réinvestir. Un protectionnisme sur le capital, sous forme de restrictions aux investissements des fonds souverains des pays richement dotés en ressources naturelles, tendra à réduire le rendement ajusté au risque pour les exportateurs de pétrole et contribuera donc ainsi à l'augmentation des cours pétroliers en incitant à restreindre l'offre.

Extraire et vendre son pétrole revient à éroder son capital, à moins de réinvestir intégralement les recettes dans le capital financier, physique ou humain (règle de Hartwick de l'équité intergénérationnelle). Outre l'épargne, les fonds souverains peuvent aider à stabiliser les prix notoirement volatiles des matières premières. Partant, la loi d'érosion du rendement contraint les exportateurs de pétrole à investir à l'étranger une large part de leur épargne. Dans son rapport sur la richesse dans le monde, la Banque mondiale (2006) a calculé que bon nombre d'économies richement dotées en ressources naturelles n'observent pas la règle de Hartwick : elles ont

des taux négatifs d'épargne « véritable » et s'appauvrissent d'année en année. Ce qui met en évidence l'importance de cette question politique : comment les économies richement dotées en ressources peuvent-elles éviter la malédiction des matières premières ? Un fonds souverain peut y aider, qui va finalement recycler les revenus pétroliers en autres facteurs de richesse, au lieu de les dépenser.

Les pays exportateurs de pétrole pourraient se voir obligés d'ignorer la règle de Hotelling et celle de Hartwick si leurs fonds souverains ne pouvaient pas investir dans les pays de l'OCDE. La règle de Hotelling veut qu'une réduction du rendement attendu des investissements des recettes pétrolières provoquée par des restrictions sur les investissements des fonds souverains des pays richement dotés en pétrole conduise à une réduction du niveau de l'offre et à une hausse des cours. Une attitude protectionniste à l'encontre des fonds souverains liés aux matières premières peut donc à l'évidence nuire au pays destinataire, en accélérant et en élargissant les transferts de pouvoir d'achat au bénéfice des exportateurs de pétrole, *via* la hausse des cours. Dans les pays riches en hydrocarbure, un tel protectionnisme sur le capital conduirait aujourd'hui à davantage de gâchis et de corruption et, demain, à une plus faible consommation, avec de possibles dommages géopolitiques.

Le tableau 3 montre qu'il existe de bonnes raisons de principe pour investir dans un premier temps à l'étranger une part substantielle de la manne. Dans le cas contraire, le retour sur investissement tomberait en deçà des taux d'intérêt mondiaux. Investir à l'étranger offre une parade à l'érosion des rendements : les actifs à l'étranger peuvent être rapatriés graduellement et réinvestis localement. La règle du lissage des coûts de construction peut servir à amortir la hausse du coût du capital, comme c'est typiquement le cas lors d'un boum immobilier, en différant l'investissement national jusqu'à la fin du boum. Dans la pratique cependant, l'équilibre efficace entre investissement national et actifs placés à l'étranger est politiquement difficile à assumer, car il existe toujours des revendications concurrentes pour des dépenses courantes dans le pays concerné. Le remboursement de la dette intérieure peut résoudre ce dilemme aussi longtemps que son service excède les retours attendus de placements à l'étranger. Il a pour autre avantage de gêner de futurs gouvernants potentiellement prédateurs, qui seraient tentés de revenir sur la constitution d'actifs à l'étranger.

Tableau 3. Un « arbre de décision » pour gérer le boum des matières premières

Décisions	Règles
<i>Prélever ou préserver la ressource ?</i>	<i>La règle de Hotelling-Solow</i>
Arbitrage : le pays ne doit pas hésiter à laisser dormir sa ressource naturelle si le rendement consiste en un gain en capital sur le volume des réserves ou, au contraire, à exploiter la ressource pour en tirer un rendement au taux du marché.	Elle établit que le prix de la ressource naturelle doit augmenter au rythme des taux d'intérêt mondiaux et qu'à certaines conditions, le taux de son prélèvement doit équivaloir au produit des taux d'intérêt mondiaux par l'élasticité de la demande. Un taux de prélèvement constant implique que les pays à forte pression démographique puisent moins vite dans leurs ressources naturelles que les pays démographiquement moins dynamiques.
<i>Combien investir sur le plan national ?</i>	Rendements excédentaires sur les investissements intérieurs Règle du lissage des coûts de construction
<i>Combien investir à l'étranger plutôt que de soulager la dette publique ?</i>	<i>Voir si le coût de la dette publique dépasse le rendement mondial.</i>

Source : D'après Van der Ploeg (2008) et Collier (2007).

## Fonds souverains non liés aux matières premières : inefficacité dynamique et sous-évaluation des taux de change

### Un décalage ?

À l'inverse des pays riches en pétrole, les fonds souverains d'Asie de l'Est sont financés par des prélèvements sur leurs réserves de change. Depuis une décennie, la Chine fournit une épargne « bon marché » aux États-Unis puisqu'elle a étendu le crédit fournisseur pour régler les produits « bon marché » qu'elle y exportait, en accumulant des réserves principalement sous forme de bons du Trésor américain à faible rendement. Finalement, avec des réserves dépassant 1 700 milliards USD, le risque monétaire et de taux d'intérêt a été jugé excessif, le contrôle monétaire devenant impossible une fois épuisées les capacités de stérilisation.

Les réserves publiques en devises étrangères permettent à un pays de lisser l'absorption locale de capitaux en cas d'arrêt brutal de leur afflux. Les règles empiriques communément observées par les décideurs politiques s'appliquent à la balance des paiements courants (comme le fait de conserver des réserves équivalentes à trois mois d'importations) ou au compte en capital (comme la règle de Greenspan-Guidotti d'une couverture totale de la dette globale extérieure à court terme). Si la Chine obéissait simultanément à ces deux règles, il lui suffirait de conserver quelque 500 milliards USD de réserves, soit moins d'un tiers de son stock actuel. Ces réserves excédentaires plus les futurs excédents d'épargne représentent le potentiel de financement des fonds souverains de la Chine<sup>3</sup>.

Alors que dans la plupart des pays de l'OCDE, la croissance est tirée par des gains de productivité, c'est l'accumulation des facteurs qui explique la croissance de l'Asie de l'Est (Young, 1995). Le fait que cette accumulation tende à trouver ses propres limites montre la pertinence de cette observation pour le caractère durable de la rapide croissance asiatique. On peut ainsi manquer de main-d'œuvre et y suppléer jusqu'à un certain point par un surcroît de capitaux fixes, mais cela conduit à une érosion du rendement. Ce qui suggère que les fonds souverains asiatiques sont le résultat d'une « inefficacité dynamique ». L'inefficacité dynamique se définit par une suraccumulation de capital.

Pour Abel *et al.* (1989), une économie est « dynamique efficace » si le rendement brut du capital dépasse durablement les investissements bruts, le rendement du capital étant défini comme le total des bénéfices, des loyers et des intérêts. À cette condition, le secteur financier allouera à la consommation future plus de ressources qu'il n'en consomme. Inversement, si l'investissement excède durablement le rendement du capital, alors le secteur financier ponctionne des ressources sur l'économie. C'est inefficace, puisque l'objectif principal de l'investissement est d'augmenter les possibilités de consommation dans l'avenir. Dans les pays à « inefficacité dynamique », l'accumulation de capital est telle que les dépenses d'investissement tendent à dépasser le rendement du capital : l'investissement retire des ressources à l'économie plutôt que d'augmenter les possibilités de consommation dans l'avenir. Il faut noter que les fonds souverains de pays à inefficacité dynamique n'ont pas à se soucier des retraites quand leur taux de croissance excède le rendement mondial du capital : ironiquement, les retraites par répartition devraient générer des rendements supérieurs pour leurs allocataires que des retraites totalement assises sur des fonds.

En Asie de l'Est, le vieillissement rapide de la population et la faiblesse du taux d'immigration impliquent d'épargner fortement pour pouvoir soutenir les niveaux de consommation futurs. **Cependant, quand l'épargne devient excessive et que le rendement du capital glisse en deçà du taux de croissance, un financement des retraites par l'impôt remplit mieux cette fonction que des retraites totalement assises sur des fonds.** L'obligation d'épargner et l'accumulation excessive de capital se sont traduites en Chine comme à Singapour par une « inefficacité dynamique », comme le montrent de récentes recherches de terrain (Kasa, 1997 ; He *et al.*, 2007). Cette épargne excédentaire a toutefois des racines différentes dans les deux pays.

À Singapour, l'épargne est largement « forcée ». Depuis 1955, les autorités appliquent un programme d'épargne obligatoire – le *Central Provident Fund* (Fonds central de prévoyance) – un système public de retraites totalement capitalisé et à cotisation déterminée. Employés et employeurs doivent obligatoirement y « contribuer ». En 2008, les taux des cotisations obligatoires sont en moyenne de 20 pour cent pour les employés et de 13 pour cent pour les employeurs, soit un total de 33 pour cent. L'épargne forcée aide à expliquer pourquoi l'épargne publique brute représentait une moyenne de 47 pour cent en 2007, alors que l'excédent du compte courant n'en représentait que 24.3 pour cent. Comme on pouvait le prévoir, cet excès d'épargne n'a eu qu'un rendement très faible pour les retraités de Singapour. Asher et Nandy (2006) estiment que le Fonds central de prévoyance n'a produit qu'un maigre taux d'intérêt réel de 1.2 pour cent pendant la période 1987–2004.

La forte épargne chinoise repose en définitive sur l'augmentation du profit des entreprises favorisée par la sous-évaluation du yuan. Au contraire de Singapour, la Chine a connu ces dernières années une forte hausse de l'épargne des sociétés et de l'État, tandis que celle des ménages restait étale (Kuijs, 2006). Entre 2000 et 2005, l'équivalence de l'épargne brute des entreprises par rapport au PIB est passée de 16 à 23 pour cent, et celle de l'État de 5 à 10 pour cent. La part de l'épargne des ménages s'est en gros maintenue à 16 pour cent. Mattoo et Subramanian (2008) constatent, sur la base d'estimations du taux de change du yuan entre 2000 et 2007, une forte sous-évaluation de la devise chinoise, de l'ordre de 20 à 60 pour cent. Corriger cette sous-évaluation reviendrait à réduire l'excédent de la balance chinoise des paiements courants dans une proportion estimée de 6 à 12 points de pourcentage du PIB.



Ferguson (2007) affirme avec conviction que l'excédent du compte courant de la Chine et l'épargne des entreprises sont liés à la sous-évaluation du yuan. Il montre que les compagnies chinoises – dont beaucoup appartiennent au secteur public – ont confisqué de larges parts de leur marché national au détriment des concurrents étrangers, ce qui a réduit les importations et élargi leur part du marché mondial en augmentant les exportations. La progression des profits des sociétés chinoises provient pour l'essentiel de deux secteurs : l'industrie manufacturière et l'extraction minière. Les industries cantonnées sur le marché national ont connu une croissance de leurs profits beaucoup moins impressionnante. Encore une fois, ce n'est pas un élargissement des marges qui explique l'envolée des profits, car elles sont restées plus ou moins égales. La raison en a été l'énorme augmentation du volume des ventes et des gains en parts de marché à l'étranger comme sur le territoire. Les profits ont monté en flèche et les dollars ont garni le matelas des réserves officielles de la Banque populaire de Chine, avant que quelques-uns de ces actifs ne soient transférés à la CIC (China Investment Corporation).

## Perspectives

Vu sous l'angle de l'économie du développement, la théorie du complot n'est nullement nécessaire pour expliquer la raison d'être des fonds souverains ou ce qui pousse à leur création. Si l'on peut expliquer facilement cette dernière par une volonté de développement économique dans le cas des fonds liés aux matières premières, la démonstration est plus compliquée au sujet des fonds asiatiques non liés à ces ressources. Pour la Chine, vaste pays encore relativement pauvre et sous-développé dont les filets de protection sociale s'érodent, la motivation des investissements de l'épargne nationale sur les marchés internationaux est ambiguë. Au contraire de nombreux exportateurs de matières premières, la Chine et Singapour ont tendance à trop épargner.

L'inévitable appréciation réelle des monnaies, non seulement en Chine et à Singapour mais aussi dans les pays du Golfe, apportera une solution partielle aux déséquilibres mondiaux et contribuera à freiner la croissance des placements des fonds souverains. Dans le cas de la Chine et de Singapour, il faut stimuler la consommation nationale. En Chine, cela passe surtout et avant tout par un transfert des profits des entreprises vers les ménages (ruraux) ; à Singapour, cela impose de favoriser le

rendement du capital plutôt que son accumulation et de réduire encore le taux des cotisations obligatoires au Fonds central de prévoyance.

De façon générale, les pays industrialisés ne devraient pas s'opposer aux fonds souverains tant que leurs objectifs restent purement financiers. Poursuivre une politique protectionniste à l'encontre des investissements en provenance de pays richement dotés en pétrole nuirait surtout aux pays importateurs, en provoquant de nouvelles hausses des cours pétroliers face au protectionnisme du capital.

## Notes

1. Règle de Hartwick de l'équité intergénérationnelle. Pour plus de détails, voir *infra*.
2. L'augmentation des exportations de matières premières entraîne une appréciation du taux de change réel du pays, ce qui fragilise les autres exportateurs et les producteurs opérant dans le secteur importateur : c'est le phénomène du « syndrome hollandais » (Corden et Neary, 1982). Tout boom des ressources affecte l'économie par un double effet : le déplacement des ressources et l'augmentation des dépenses. Le syndrome hollandais commence à poser de sérieuses difficultés dès lors que l'appréciation du taux de change réel entraîne des problèmes de compétitivité pour les autres secteurs de l'économie.
3. Il faut cependant noter que le niveau « optimal » des réserves peut être plus élevé qu'on ne l'admet communément, selon les coûts de sortie et la probabilité d'une inversion des flux de capitaux ; lire Jeanne et Rancière, 2008.

## Références

- ABEL, A.-B., N.-G. MANKIW, L.-H. SUMMERS ET R.-J. ZECKHAUSER (1989), "Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence", *Review of Economic Studies* 56, pp. 1-20.
- ASHER, M.-G. ET A. NANDY (2006), "Social Security Policy in an Era of Globalization and Competition: Challenges for Southeast Asia", *Working Paper* 06-06, université nationale de Singapour, janvier.
- BANQUE MONDIALE (2006), *Where is the Wealth of Nations? Measuring Capital for the XXI Century*, Washington, D.C.
- COLLIER, P. (2007), "Managing Commodity Booms: Lessons of International Experience", document présenté devant l'African Economic Research Consortium, université d'Oxford, janvier.
- CORDEN, M.-W. ET P.-J. NEARY (1982), "Booming Sector and De-Industrialization in a Small Open Economy", *Economic Journal*, Vol. 92, No. 368, pp. 825-48.
- FERGUSON, N. (2007), "'Chimerica' and the Global Asset Market Boom", *International Finance*, Vol. 10, No. 3, pp. 215-239, décembre.
- GRIFFITH-JONES, S. ET J.-A. OCAMPO (2008), *Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective*, université de Columbia, février.
- HE, D., W. ZHANG ET J. SHEK (2007), "How Efficient Has Been China's Investment? Empirical Evidence from National and Provincial Data", *Pacific Economic Review*, Vol. 12.5, pp. 597-617.
- KASA, K. (1997), "Does Singapore Invest Too Much?", *FRBSF Economic Letter* 97-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, mai.
- KERN, S. (2007), *Sovereign Wealth Funds – State Investments on the Rise*, Deutsche Bank Research, Francfort-sur-le-Main, septembre.
- KUIJS, L. (2005), *Investment and Saving in China*, *World Bank Policy Research Working Paper* No. 3633, Banque mondiale, Washington, D.C., juin.
- MATTOO, A. ET A. SUBRAMANIAN (2008), "Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A Case for the World Trade Organization", *Working Paper* 08-2, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., janvier.

- OLIVIER, J. ET R. RANCIÈRE (2008), "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications", *CEPR Discussion Paper No. DP6723*, février.
- VAN DER PLOEG, F. (2008), "Challenges and Opportunities for Resource Rich Economies", *OxCarre Research Paper 2008-05*, université d'Oxford, janvier.
- YOUNG, A. (1995), "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience", *Quarterly Journal of Economics* 110, pp. 641-680.

## **Autres titres dans la série**

Les *Cahiers de politique économique* du Centre de développement peuvent être téléchargés à partir de : [www.oecd.org/dev/cahiers](http://www.oecd.org/dev/cahiers) ou obtenus via le mél : [dev.contact@oecd.org](mailto:dev.contact@oecd.org)

*Ajustement et équité (N° 1)*

par Christian Morrisson, janvier 1992

*La Gestion de l'environnement dans les pays en développement (N° 2)*

par David Turnham, avec Leif E. Christoffersen et J. Tomas Hexner, avril 1992

*La Privatisation dans les pays en développement : réflexions sur une panacée (N° 3)*

par Olivier Bouin, avril 1992

*Vers la liberté des mouvements de capitaux (N° 4)*

par Bernhard Fischer et Helmut Reisen, avril 1992

*La Libéralisation des échanges : quel enjeu ? (N° 5)*

par Ian Goldin et Dominique van der Mensbrugghe, juin 1992

*Vers un développement durable en Afrique rurale (N° 6)*

par David O'Connor et David Turnham, janvier 1993

*Création d'emploi et stratégie de développement (N° 7)*

par David Turnham, juillet 1993

*Les Dividendes du désarmement : défis pour la politique de développement (N° 8)*

par Jean-Claude Berthélemy, Robert S. McNamara et Somnath Sen, avril 1994

*Réorienter les fonds de retraite vers les marchés émergents (N° 9)*

par Bernhard Fischer et Helmut Reisen, janvier 1995

*Quel cadre institutionnel pour le secteur informel ? (N° 10)*

par Christian Morrisson, octobre 1995

*Les Défis politiques de la globalisation et de la régionalisation (N° 11)*

par Charles Oman, juin 1996

*Quelles politiques pour un décollage économique ? (N° 12)*

par Jean-Claude Berthélemy et Aristomène Varoudakis, septembre 1996

*La Faisabilité politique de l'ajustement (N° 13)*

par Christian Morrisson, octobre 1996

*Politiques de biotechnologie pour l'agriculture des pays en développement (N° 14)*

par Carliene Brenner, avril 1997

*La Réforme des fonds de pension : leçons d'Amérique latine (N° 15)*  
par Monika Queisser, janvier 1999

*Au lendemain de la crise asiatique : comment gérer les flux de capitaux ? (N° 16)*  
par Helmut Reisen, janvier 1999

*Gouvernance participative : le chaînon manquant dans la lutte contre la pauvreté (N° 17)*  
par Hartmut Schneider, avril 1999

*La Libéralisation multilatérale des droits de douane et les pays en développement (N° 18)*  
par Sébastien Dessus, Kiichiro Fukasaku et Raed Safadi, septembre 1999

*Éducation, santé et réduction de la pauvreté (N° 19)*  
par Christian Morrisson, octobre 2001

*Le Nouveau Régionalisme en Afrique subsaharienne : l'arbre cache-t-il une forêt ? (N° 20)*  
par Andrea Goldstein, mars 2002

*Au-delà de Johannesburg : politiques économiques et financières pour un développement respectueux du climat (N° 21)*  
par Georg Caspary et David O'Connor, août 2002

*Renforcer la participation à la gestion des dépenses publiques : recommandations à l'intention des principaux acteurs (N° 22)*  
par Jeremy Heimans, décembre 2002

*La Gouvernance d'entreprise dans les pays en développement, en transition et les économies émergentes (N° 23)*  
par Charles Oman, Steven Fries et Willem Buiters, décembre 2003

*Financer les Objectifs du Millénaire pour le développement : idées neuves (N° 24)*  
par Helmut Reisen, avril 2004

*Quelles politiques pour réduire le coût du capital en Afrique australe ? (N° 25)*  
par Martin Grandes et Nicolas Pinaud, septembre 2004

*La Cohérence des politiques des pays de l'OCDE à l'égard de l'Asie de l'Est : enjeux pour le développement (N° 26)*  
par K. Fukasaku, M. Kwai, M.G. Plummer et A. Trzeciak-Duval, avril 2005

*Renforcer le rôle économique des femmes dans les pays en développement : pour le changement des institutions sociales (N° 27)*  
par Johannes Jütting et Christian Morrisson, juillet 2005

*Migration, aide et commerce : plus de cohérence en faveur du développement (N° 28)*  
par Jeff Dayton-Johnson et Louka T. Katseli, septembre 2006

*Catastrophes naturelles et vulnérabilité (N° 29)*  
par Jeff Dayton-Johnson, octobre 2006

*Politiques migratoires et développement : une perspective européenne (N°30)*  
par Louka T. Katseli, Robert E.B. Lucas et Theodora Xenogiani, novembre 2006

*Après Gleneagles : la place des prêts dans l'APD (N° 31)*  
par Daniel Cohen, Pierre Jacquet et Helmut Reisen, novembre 2006

*Fonds de matières premières : comment les améliorer? (N° 32)*  
par Daniel Cohen, Thibault Fally et Sébastien Villemot, février 2007

*Les nouveaux acteurs du financement de la santé : quel impact pour un chouchou des bailleurs? (N° 33)*  
par Denis Drechsler et Felix Zimmermann, juin 2007

*Parier sur le développement : institutions de financement privées et donateurs (N° 34)*  
par Javier Santiso, février 2008

*Sensibiliser l'opinion publique sur le développement : la communication, l'éducation et l'évaluation en jeu (N° 35)*  
par Annette Scheunpflug et Ida McDonnell, juin 2008

*Tirer le meilleur parti de l'aide : défis pour l'agro-industrie africaine (N° 36)*  
par Jeff Dayton-Johnson et Kiichiro Fukasaku, juillet 2008

*Tirer parti de la manne des matières premières : les leçons du Chili et de la Norvège (N° 37)*  
par Gøril Havro et Javier Santiso, octobre 2008



# CAHIERS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE DU CENTRE DE DÉVELOPPEMENT

---

Dans son programme de recherche, le Centre de développement s'attache à identifier et à analyser les questions qui se poseront avec acuité, dans un futur proche, aux pays membres comme aux pays non membres de l'OCDE. Ses conclusions contribuent à la recherche de politiques en phase avec les problèmes soulevés.

Les *Cahiers de politique économique* présentent ces observations de façon concise et accessible. La série, largement et rapidement distribuée vers un public ciblé, s'adresse spécialement aux décideurs politiques des domaines concernés.

Les fonds souverains sont devenus des acteurs de premier plan sur les marchés financiers mondiaux. Mais leurs investissements ont régulièrement nourri des craintes, d'espionnage industriel ou d'ordre géopolitique notamment. Pour l'auteur de ce *Cahier de politique économique*, la raison même de la création de ces fonds devrait permettre de prendre du recul. L'économie du développement vient expliquer les sources de l'épargne comme les motifs à l'origine de la vogue récente des fonds et invite les pays de l'OCDE à renoncer à imposer des restrictions aux investissements. En posant des limites aux fonds souverains des pays riches en pétrole, le protectionnisme va réduire le rendement ajusté au risque pour les pays exportateurs et pourrait provoquer une augmentation des cours, alimentée par une réduction de l'offre.

## CENTRE DE DÉVELOPPEMENT DE L'OCDE

2, rue André-Pascal,  
75775 Paris Cedex 16, France  
Tél. : +33 (0)1 45 24 82 00  
Fax : +33 (0)1 44 30 61 49  
Mél : [dev.contact@oecd.org](mailto:dev.contact@oecd.org)  
[www.oecd.org/dev](http://www.oecd.org/dev)



CENTRE DE DEVELOPMENT  
DEVELOPPEMENT CENTRE

