



**Discours de M. le Gouverneur au « Salzburg Seminar »**

**(1<sup>er</sup> Octobre 2007)**

**Les implications systémiques de l'accumulation des réserves de change**

Les réserves de change constituent un sujet qui n'est pas nouveau, mais il a acquis une nouvelle importance pour deux raisons évidentes : le niveau de ces réserves s'est fortement accru au cours de la dernière décennie ; et la gestion de ces réserves est de plus en plus diversifiée. Aujourd'hui, je souhaiterais réfléchir aux implications de ces changements pour le système monétaire et financier international. Je m'attacherai à étudier leur lien avec la persistance des déséquilibres mondiaux, leurs conséquences sur l'allocation globale du capital et les prix des actifs, ainsi que leur influence sur les structures et la gouvernance économique dans tous les pays, tant émergents que développés.

**Le niveau et la nature des avoirs de réserve internationaux**

***Les faits***

Les réserves de change mondiales se sont considérablement accrues, passant de 2 000 milliards de dollars en 2001 au niveau sans précédent de 5 000 milliards début 2007. La part des pays émergents d'Asie dans ce total est passée de 600 milliards de dollars à plus de 2 000 milliards, leurs réserves ayant augmenté à un rythme de 200 à 300 milliards de dollars

par an depuis 2003. En outre, les avoirs de réserve des pays exportateurs de pétrole ont fortement progressé en 2005 et 2006, de plus de 200 milliards de dollars chaque année.

### *Les facteurs déterminants*

Pour bien comprendre la nature de cette accumulation prolongée des réserves de change, il est important d'examiner les différents facteurs à l'origine de ce processus.

#### *Une assurance contre les chocs*

Les facteurs à l'origine de l'accumulation d'avoirs de réserve internationaux dans les pays émergents étaient à l'origine purement liés à des motifs d'assurance contre les crises, dans le contexte de l'ancrage de nombreuses devises au dollar. Dans le sillage des crises financières de la fin des années quatre-vingt-dix, alors que leurs réserves officielles s'étaient rapidement amenuisées, les pays émergents ont rapidement reconstitué leurs avoirs de réserve pour se prémunir contre de nouvelles attaques spéculatives et renforcer leur capacité à absorber les chocs induits par des interruptions brutales des entrées de capitaux. Il est compréhensible que ces pays aient souhaité se protéger contre les conséquences macroéconomiques désastreuses de crises semblables à celle qu'ils venaient de traverser. Cette auto-assurance visait également à limiter à l'avenir la nécessité de recourir à un renflouement par la communauté internationale. Même pour les pays n'ayant pas directement souffert de la crise, ces motivations ont probablement joué un rôle éminent, dans la mesure où un certain degré de libéralisation du compte de capital était peut-être envisagé dès ce moment. Toutefois, avec le temps, la persistance d'importants excédents courants a entraîné une accumulation sans précédent de réserves officielles.

#### *Un moyen de dissuasion contre les attaques spéculatives*

Une approche qui a également été envisagée par la littérature académique consiste à reconnaître que la probabilité d'une attaque spéculative peut être substantiellement réduite par une politique d'accumulation de réserves. De fait, l'incidence très limitée des récentes turbulences financières sur les devises des pays émergents pourrait, dans une certaine mesure, montrer le bien-fondé de la constitution de réserves à titre de précaution.

#### *Les avoirs de réserve comme outil de la croissance*

Dans une série d'articles, Dooley, Garber et Folkerts-Landau<sup>1</sup> ont indiqué que ce qu'ils qualifient de « nouveau Bretton Woods » pourrait fournir une explication cohérente des tendances en matière de déséquilibres des comptes courants et d'accumulation des réserves. Selon eux, les économies émergentes d'Asie suivraient des stratégies de croissance tirée par les exportations en maintenant délibérément une sous-évaluation de leur taux de change, tout en finançant le déficit courant américain, les États-Unis étant un de leurs principaux débouchés. Ils supposent également que d'importantes réserves de change peuvent avoir été accumulées « en garantie » des investissements directs étrangers. Cette interprétation met en lumière la responsabilité partagée des profils de consommation aux États-Unis et de la dynamique de croissance en Asie émergente dans la formation des déséquilibres mondiaux des transactions courantes.

### ***Les réserves de change sont-elles « excédentaires » ?***

#### *Les normes de référence*

L'évaluation du niveau approprié de réserves accumulées par un pays nécessite la prise en compte des motivations initiales de détention de ces réserves, pour élaborer une norme quantitative.

S'appuyant sur l'expérience des crises de change, les directives du FMI pour la gestion des avoirs extérieurs de réserve stipulent que « les réserves de changes sont détenues pour satisfaire plusieurs objectifs », notamment :

- « susciter et maintenir la confiance » dans la politique monétaire et de change, y compris la capacité à effectuer des interventions sur le marché des changes ;
- « limiter la vulnérabilité externe en maintenant des réserves liquides de change afin d'absorber les chocs en temps de crise ou lorsque l'accès au crédit est restreint et, ce faisant :
- « donner aux marchés l'assurance que le pays est en mesure de remplir ses obligations extérieures ».

---

<sup>1</sup> M. Dooley, P. Garber et D. Folkerts-Landau (2003) – *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER working paper ; (2007) – *The Two Crises of international Economics*, NBER working paper.

Il y a encore peu de temps, le niveau requis d'avoires de réserve était estimé empiriquement par exemple selon la « règle des trois mois d'importations ». Suite à l'expérience des années quatre-vingt-dix, lorsque les crises financières avaient été déclenchées par un tarissement des entrées de capitaux, la capacité des économies ayant recours à l'endettement extérieur à assurer le service de leur dette est devenue un critère primordial. La règle « Greenspan-Guidotti » recommande par conséquent que les réserves puissent couvrir entièrement la dette extérieure à court terme afin d'être en mesure de rembourser celle-ci dans l'éventualité d'interruptions soudaines des entrées de capitaux, c'est-à-dire au cas où les prêteurs étrangers ne renouvelleraient pas leurs prêts.

La littérature empirique montre qu'aujourd'hui le niveau des réserves de change dans certains pays émergents apparaît excessif au vu de ces deux règles.

Jeanne et Rancière<sup>2</sup> ont récemment défini un « cadre normatif quantitatif » visant à déterminer le niveau optimal de réserves de change permettant d'atténuer l'incidence d'une interruption brutales des entrées de capitaux. Leur modèle, qui repose sur des critères de bien-être économique, montre que l'accumulation de ces réserves a été excessive dans certains pays d'Asie depuis 1997-1998. Il est certain que la crise asiatique a probablement incité les économies émergentes à réévaluer le risque de telles éventuelles interruptions brutales et l'ampleur des récessions qui peuvent en résulter. Quand règne un degré élevé d'incertitude, l'exercice d'appréciation d'un niveau optimal de réserves de change nous confronte au problème de la prise en compte d'événements catastrophiques. En d'autres termes, même si la probabilité d'une crise financière est très faible, ses conséquences éventuelles peuvent être si dramatiques que les pays émergents pourraient être fondés à accumuler des réserves très importantes. Néanmoins, l'approche standard utilisée par Jeanne et Rancière suggère que le niveau des réserves de certains pays est excessif si l'on s'en tient au motif d'auto-assurance contre les crises.

#### *Conséquences au plan intérieur pour la politique monétaire*

L'accumulation excessive de réserves de change peut entraîner des déséquilibres financiers internes. Ces derniers peuvent résulter d'une stérilisation incomplète ou inefficace<sup>3</sup>. Bien que théoriquement réalisables par l'émission de titres de la banque centrale, les stérilisations de

---

<sup>2</sup> O. Jeanne, et R. Rancière, (2006) – *The Optimal Level of International Reserves For Emerging Market Countries : Formulas and Applications*, document de travail du FMI

<sup>3</sup> M. Mohanty et P. Turner, (2006) – *Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?*, Rapport trimestriel de la BRI.

grande envergure s'avèrent, en pratique, problématiques, tout particulièrement dans les économies émergentes qui ne disposent pas toujours de suffisamment d'instruments de marché pour leur mise en oeuvre. Pour contrôler efficacement une expansion exubérante du crédit, ces économies ont souvent eu recours à un relèvement important du taux des réserves obligatoires ou même à des instruments réglementaires, comme le rationnement du crédit. Quand le crédit et les taux d'intérêt sont largement administrés, le coût budgétaire de la stérilisation peut être efficacement transféré au secteur bancaire, puis finalement répercuté sur la clientèle des banques et sur les actionnaires, mais cela ne supprime pas pour autant le coût d'opportunité de la stérilisation pour le secteur privé, ni les risques monétaires résultant d'une stérilisation incomplète. En réalité, dans les économies où l'accumulation massive de réserves de change nécessite leur stérilisation, il est très probable que l'efficacité de l'allocation du capital diminuera, en particulier s'il est nécessaire de recourir à des instruments réglementaires.

#### *Réserves de change et concurrence internationale*

Le deuxième risque est celui de voir l'accumulation des réserves exacerber la concurrence commerciale et accentuer les tensions régionales. Les économies émergentes sont en concurrence pour exporter à destination des économies développées, tout autant qu'elles sont en concurrence avec ces dernières. Comme le remarque Aizenman<sup>4</sup>, « dans un monde où des économies émergentes symétriques se font concurrence sur des secteurs d'activité comparables, l'accumulation compétitive [de réserves] tend à annuler l'essentiel des gains de compétitivité, entraînant l'appauvrissement de ces économies et une « accumulation excessive de réserves ». En revanche, dans un monde asymétrique, une économie émergente où le coût de la stérilisation serait suffisamment bas pourrait gagner la guerre de l'accumulation des réserves, [...], à l'instar de la stratégie d'appauvrissement du voisin (*beggar-thy-neighbour policy*) appliquée dans une guerre commerciale asymétrique ». L'hétérogénéité des économies émergentes d'Asie, ainsi que leur interdépendance commerciale, peut nécessiter une interprétation plus nuancée. Toutefois, cette interdépendance même accroît les enjeux d'éventuelles tensions commerciales.

Ces tensions au niveau régional et international créent de véritables risques de réactions protectionnistes, dont le coût économique et social pourrait être très élevé. Une accumulation

---

<sup>4</sup> J. Aizenman, (2007) – *Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture*, document de travail du NBER

prolongée de réserves de change sous une forme ou une autre est donc susceptible de générer des externalités négatives, que ce soit au plan intérieur ou au niveau international.

Plus généralement, l'émergence de détenteurs de réserves de change d'une telle envergure contribue à façonner un nouvel « ordre financier mondial », dont la stabilité reste encore à démontrer.

### *Réserves de change et allocation de l'épargne*

À ce stade, il est utile de se pencher de plus près sur les motifs qui président à l'épargne dans les économies asiatiques, c'est-à-dire de rechercher les raisons pour lesquelles les agents économiques de ces pays épargnent autant. Outre le rôle potentiellement puissant des facteurs démographiques, le motif de précaution apparaît comme une explication évidente : les taux d'épargne élevés enregistrés par les économies émergentes sont probablement liés au sous-développement de leurs systèmes de protection sociale (qu'il s'agisse des dispositifs d'assurance-maladie ou de retraite). Au niveau des ménages, l'auto-assurance contre les risques idiosyncratiques (par opposition à l'auto-assurance au niveau de la banque centrale) peut favoriser l'accumulation d'un patrimoine important à titre de précaution.

De plus, la constitution d'une épargne de précaution peut être plus importante dans les économies émergentes, qui se caractérisent par une plus grande instabilité macroéconomique. En outre, lorsque le secteur privé a un accès limité au crédit, les agents doivent recourir à des ressources propres, que ce soit pour les achats de biens durables dans le cas des ménages ou pour les investissements dans celui des entreprises.

Quels sont les mécanismes sous-jacents qui font que cette épargne privée se retrouve dans les bilans du secteur public ? Cette substitution de l'épargne publique à l'épargne privée dans les pays émergents résulte de l'interaction entre deux facteurs fondamentaux : des marchés de capitaux incomplets et des régimes de change non flexibles.

Au-delà des contraintes de crédit, une caractéristique essentielle de ces marchés de capitaux incomplets dans les économies émergentes est le manque d'actifs financiers domestiques, tels que des titres à revenu fixe. En conséquence, une large part de l'épargne se retrouve sous forme de dépôts bancaires.

L'autre facteur clé est, bien entendu, le régime de change. Dans de nombreuses économies émergentes et en Chine en particulier, les excédents commerciaux ont pour contrepartie des

entrées nettes en devises. Les réglementations relatives au compte de capital imposent parfois des restitutions de ces revenus en devises mais, plus fondamentalement, dans un régime de change fixe ou d'ancrage du taux de change, la banque centrale rachète les devises cédées pour éviter une appréciation de la monnaie locale.

Le régime s'appliquant au compte de capital et les contraintes financières des économies en développement conduisent la banque centrale à « emprunter » auprès du secteur privé en contrepartie domestique de l'accumulation de réserves de change. Les banques jouent naturellement un rôle central d'intermédiation dans ce mécanisme en collectant des dépôts au titre de l'épargne privée et en acquérant des titres destinés à stériliser les entrées de devises. Ceci vient compléter le mécanisme par lequel l'épargne privée excédentaire se retrouve sous la forme d'excédents de réserves de change détenus par le secteur public.

Bien entendu, on pourrait juger estimer que les banques centrales jouent leur rôle en reprenant les positions de change du secteur privé : naturellement, la détention d'avoirs en devises exposerait les agents privés au risque de change et, à cet égard, on peut considérer que la détention de ces avoirs par le secteur public permet aux agents économiques nationaux de se soustraire à ce risque. Toutefois, ce raisonnement appelle deux objections :

- En tant que contribuables, les agents privés domestiques demeurent indirectement exposés à la réalisation de l'important risque de change supporté par les gestionnaires publics des réserves de change, qui se traduirait par des coûts budgétaires.
- Si le régime applicable au compte de capital n'avait pas conduit à ce que le secteur public gère cette épargne sous forme d'avoirs en devises, les entreprises (et éventuellement les ménages) auraient, en principe, directement investi leur épargne en instruments financiers de leur choix à l'étranger. De façon plus réaliste, ils auraient probablement choisi de dénouer leurs positions de change et de placer leur épargne en actifs domestiques. En l'absence d'intervention officielle, le taux de change se serait ajusté.

Toutefois, il n'en demeure pas moins que les réserves de change appartiennent à la nation qui a accumulé ces actifs et donc indirectement aux agents privés domestiques (y compris le cas échéant aux générations futures). L'intermédiation publique de cette épargne nous conduit naturellement à nous demander quel est le style de gestion approprié pour des portefeuilles d'une telle ampleur.

## La gestion des avoirs de réserve

### *Les faits*

D'importants excédents courants se traduisent mécaniquement par un excédent d'épargne domestique (publique ou privée), qui doit être investi à l'étranger. Toutefois, en Asie de l'Est et dans les pays exportateurs de matières premières, il apparaît que cette épargne excédentaire accumulée est détenue pour une grande part par les États. En plus des réserves officielles de change, une proportion croissante de ces avoirs est à présent investie sous forme de fonds d'investissement souverains (*sovereign wealth funds*).

Pour le moment, les actifs gérés par ces fonds (soit 2 500 milliards de dollars environ) sont relativement peu importants au regard de la capitalisation totale des marchés d'actions et d'obligations (près de 100 000 milliards), ou même par rapport aux actifs détenus par les grands gérants institutionnels (fonds de pension, sociétés d'assurance et OPCVM) qui sont estimés à 55 000 milliards de dollars. Toutefois, d'après certaines estimations, les actifs des fonds d'investissement souverains pourraient plus que tripler au cours des cinq prochaines années et atteindre près de 8 500 milliards en 2012.

Tous les fonds d'investissement souverains partagent un objectif commun qui est de transférer de la richesse vers le futur. Les objectifs des banques centrales sont différents, à savoir favoriser la stabilité des prix et la stabilité financière. En outre, les banques centrales peuvent être plus sensibles au risque d'image et le fait d'être exposé à des pertes importantes pourrait nuire à leur crédibilité. Par conséquent, créer une entité distincte de la banque centrale, à savoir un fonds d'investissement souverain, pour gérer des actifs risqués a souvent été considéré comme une bonne structure de gouvernance. Cette structure est également censée dresser une muraille de Chine entre les banques centrales et les fonds d'investissement souverains, en éliminant le risque de transactions fondées sur des informations d'initiés. L'efficacité d'une telle séparation peut cependant être remise en question mais surtout ces structures ne peuvent pas totalement empêcher les conflits d'intérêts.

Il convient probablement d'établir une distinction entre les fonds d'investissement souverains liés aux matières premières et les autres. Dans les pays producteurs de pétrole, l'accumulation d'actifs internationaux résulte d'une rente pétrolière se traduisant par d'importants excédents des finances publiques, de sorte que leur gestion par des entités publiques en est une conséquence naturelle. Le financement des fonds d'investissement souverains de matières premières provient d'une ressource domestique le plus souvent détenue, exploitée ou taxée

par l'État : il s'agit donc bien d'une richesse publique, qui résulte de l'épargne publique. En revanche, l'accumulation d'avoirs de réserves de change et par des fonds d'investissement souverains non liés aux matières premières pourraient être considérés comme résultant principalement de la réorientation d'un excédent d'épargne privée.

### *Fonds de matières premières*

L'instauration de fonds de stabilisation par les pays exportateurs de pétrole était motivée avant tout par le souhait de lisser des revenus du pétrole très volatils, dans un objectif de maximisation de la rente pétrolière globale. Dans la mesure où les matières premières sont des ressources non renouvelables, la théorie économique standard recommande qu'une partie des revenus tirés de leur extraction soit épargnée afin de lisser la consommation nationale intertemporelle, à l'instar d'un particulier qui épargne au cours de sa vie active en vue de sa retraite, mais peut-être également pour transmettre un héritage à sa descendance. Les fonds d'investissement souverains de matières premières ont en effet été motivés tout autant par une tentative d'optimisation des bénéfices intertemporels tirés des ressources naturelles au-delà de leur horizon d'épuisement, que par une volonté d'équité vis-à-vis des générations futures. À ce titre, les fonds pétroliers sont loin de représenter une nouveauté : les premiers fonds ont ainsi été créés à la suite des deux premiers chocs pétroliers. La forte remontée des cours du pétrole ces dernières années, qui a permis à de nouveaux gisements de devenir rentables, a naturellement conduit les pays concernés à créer de nouveaux fonds.

### *Fonds d'investissement non liés aux matières premières*

Les fonds d'investissement qui ne sont pas liés aux matières premières résultent principalement des interventions de change et peuvent être considérés comme des « excédents » d'avoirs de réserve qui ne peuvent plus être gérés de façon appropriée dans le cadre classique appliqué aux avoirs de réserve officiels. L'une des questions qui se posent est de savoir s'ils obéissent à la même logique que les fonds de matières premières et dans quelle mesure on peut considérer qu'ils reposent sur les mêmes fondations saines.

### ***Commentaires***

Les réserves de change sont généralement placées en avoirs sûrs et liquides tels que les bons du Trésor à court terme et à long terme ou les dépôts à court terme assortis d'une garantie.

L'accent mis sur le contrôle du risque de liquidité dans le cadre de la gestion prudente des réserves résulte logiquement de leur possible utilisation pour des interventions sur le marché des changes.

En revanche, les fonds d'investissement souverains sont clairement conçus pour investir en actifs moins liquides et plus risqués, fournissant un rendement plus élevé que ceux qui figurent habituellement dans les réserves officielles. Alors que l'objectif d'un rendement raisonnable était habituellement mentionné en dernier, « compte tenu des contraintes de liquidité et des autres risques » dans les directives du FMI pour la gestion des réserves de change, il est évident que les fonds d'investissement souverains visent au premier chef à générer un surcroît de rendement. Cette inversion des priorités se justifie, bien entendu, par l'horizon d'investissement beaucoup plus lointain de ces fonds, ce qui, en retour, implique une plus grande acceptation des fluctuations à court terme. De fait, le développement des fonds d'investissement souverains est à rapprocher de celui des régimes de retraite publics par capitalisation, qui adoptent souvent une approche comparable en matière d'allocation d'actifs.

Ainsi, en Norvège, le Fonds de pension de l'État (*Government Pension Fund – Global*), qui a succédé au *Petroleum Fund*, est géré par rapport à un portefeuille de référence stratégique détenant 40% de ses actifs en actions, dont 50 % non européennes.

Dans le cas de certaines économies d'Asie de l'Est, le transfert de réserves officielles vers un fonds d'investissement souverain entraîne une diminution du degré de liquidité des avoirs détenus. Néanmoins, dans la mesure où les rendements attendus sont plus élevés, investir dans des actifs plus risqués présente notamment l'avantage de réduire le coût budgétaire de la stérilisation.

L'allocation stratégique des actifs des fonds d'investissement souverains pourrait en principe être déterminée en fonction des risques spécifiques auxquels est confronté le pays. Les économies de marché émergentes se caractérisent par toute une série de vulnérabilités aux chocs macroéconomiques tels que les variations brutales des cours du pétrole, des métaux ou des matières premières agricoles ainsi que les fluctuations cycliques de l'activité dans les économies développées. Par exemple, il semble naturel que l'allocation optimale des actifs des pays producteurs de pétrole devrait être diversifiée au profit d'actifs n'ayant pas de corrélation avec les cours de cette matière première. En revanche, la plupart des pays asiatiques importent des matières premières et pourraient couvrir leurs risques en prenant des positions longues sur des contrats à terme ou d'autres actifs étroitement corrélés avec les cours

des matières premières. Les fonds d'investissement souverains peuvent ainsi potentiellement fournir des services de « macro-couverture » à leurs pays. La tâche pourrait toutefois s'avérer plus facile pour les exportateurs de matières premières : leurs risques macroéconomiques sont faciles à identifier, fortement concentrés et les instruments de couverture peuvent être mobilisés facilement sur les marchés financiers.

## *Problèmes*

### *Incidence sur les prix d'actifs*

Dans quelles conditions la gestion publique d'actifs peut-elle aller de pair avec un fonctionnement ordonné des marchés financiers ?

On constate que le montant important des réserves de change exerce déjà une incidence sur les prix d'actifs. La forte préférence pour la sécurité et la liquidité des réserves officielles, conjuguée à l'augmentation rapide des avoirs de réserve, a souvent été évoquée pour expliquer ce qu'Alan Greenspan avait à le premier qualifié d'énigme, à savoir la persistance d'un bas niveau des taux d'intérêt à long terme. Selon Warnock et Warnock<sup>5</sup>, par exemple, dans l'hypothèse d'une « absence de flux officiels étrangers en direction des emprunts publics américains en 2005 », le rendement des bons du Trésor à dix ans aurait été supérieur de 90 points de base. Plusieurs autres estimations ont été formulées à cet égard. Elles présentent des différences importantes, mais toutes concluent à une incidence plus ou moins forte de ces flux sur les taux d'intérêt à long terme.

Dans la mesure où les fonds d'investissement souverains détiennent des portefeuilles dont le couple rendement/risque est plus élevé que dans le cas des fonds classiques de gestion des réserves de change, de nombreux économistes de marché prévoient que leur évolution se traduira par une augmentation de la demande pour les catégories d'actifs à risque, comme les actions, et une baisse de la demande pour les actifs à faible risque, comme les titres d'État à court terme. Cela pourrait entraîner, en théorie, une hausse des rendements obligataires (inversant ainsi en partie l'incidence antérieure de l'accumulation de réserves officielles) ainsi qu'une diminution de la prime de risque sur actions. L'estimation de ces effets doit cependant être interprétée avec prudence : elle s'appuie sur des hypothèses fragiles, qui posent

---

<sup>5</sup> F. Warnock et V. Warnock (2006) – *International Capital Flows and US Interest Rates*, document de travail du NBER

l'équivalence entre le développement des avoirs risqués des fonds d'investissement souverains et l'atténuation durable de l'aversion au risque au niveau mondial. Avant d'arriver à cette conclusion, il convient de garder à l'esprit que, si l'épargne privée n'avait pas fait l'objet d'une réintermédiation par le biais du secteur public, elle aurait pu tout aussi bien être investie directement en actifs risqués.

Cependant, l'incidence des placements effectués par les fonds d'investissement souverains sur certains marchés financiers étroits et non liquides, tels que l'or, les matières premières et l'immobilier, pourrait être importante. Dans la mesure où les fonds d'investissement souverains tenteront de se prémunir contre les risques macroéconomiques pesant sur leur pays, des difficultés pourraient apparaître en raison de la moindre liquidité des meilleurs instruments de couverture existants par rapport à la liquidité des actions ou des obligations. Le risque d'un effet potentiellement déstabilisateur sur la dynamique des prix d'actifs devrait donc être reconnu pour les fonds souverains de grande taille, comme le souligne le rapport du FMI sur la stabilité financière dans le monde (2007).

#### *Critères d'investissement*

Par leur nature même, les critères utilisés pour déterminer l'allocation stratégique des actifs dans un portefeuille souverain ne sont pas uniquement liés au souci de créer de la valeur mais peuvent également recouvrir d'autres objectifs. Parmi les principaux critères non financiers, des préoccupations liées à l'éthique et à l'environnement sont parfois avancées. Par exemple, le Fonds de pension de l'État norvégien a défini en 2004 ses « normes d'éthique » qui excluent les investissements dans le secteur de l'armement ou les activités polluantes. Des objectifs stratégiques ou industriels peuvent également être poursuivis, comme par exemple de faciliter l'accès des entreprises nationales aux nouvelles technologies étrangères ou, plus généralement, de renforcer les industries nationales. Un tel exemple est fourni par le nouveau fonds d'investissement public chinois, qui pourrait semble-t-il utiliser une partie importante de ses actifs pour recapitaliser le secteur bancaire du pays.

En un mot, les États sont également en charge de la politique économique et il leur est intrinsèquement difficile de maintenir une déconnection entre leurs choix de politique économique et leurs décisions en tant que gestionnaires des actifs publics. On peut donc s'attendre à ce que la répartition stratégique de leurs actifs risqués soit utilisée, dans certains cas, comme un autre instrument de politique économique. Compte tenu de ces spécificités des

portefeuilles souverains d'actifs risqués, il est légitime de se demander si leur croissance pose de nouveaux défis aux banques centrales et à la communauté internationale.

### *Transparence*

Je souhaiterais conclure en abordant la question du degré adéquat de transparence des fonds d'investissement souverains. Ces fonds doivent-ils être plus transparents que les autres investisseurs institutionnels ? Cette question doit être examinée sous deux angles différents : celui de la responsabilité et celui de la stabilité financière.

En tant qu'institutions publiques, les fonds d'investissement souverains devraient diffuser un minimum d'informations en raison de leur responsabilité fiduciaire. Ces dernières années, les institutions publiques ont répondu de plus en plus positivement aux arguments en faveur de la transparence. En particulier, les avantages d'une responsabilité plus importante et d'une meilleure mesure de performance des institutions publiques tendent à l'emporter sur les arguments en faveur de la confidentialité. Par exemple, la plupart des banques centrales déclarent aujourd'hui leurs réserves de change au FMI selon la norme *SDDS* et publient un rapport annuel détaillé. L'accord sur les avoirs en or des banques centrales constitue, lui aussi, un exemple concret dans lequel la transparence *ex ante* et *ex post* des banques centrales comporte des avantages significatifs qui ont permis d'éviter des perturbations sur les marchés et ce, dans l'intérêt patrimonial de ses participants.

Un niveau analogue de transparence pourrait donc être étendu aux fonds d'investissement souverains, dans leur propre intérêt.

Certains ont déjà adopté ces bonnes pratiques. Le fonds de pension de l'État norvégien est largement considéré comme un modèle en la matière : il publie sur son site internet des informations détaillées concernant l'allocation de ses actifs, ses résultats trimestriels et sa politique d'investissement. De façon plus large, les fonds de pension publics constituent en général un exemple utile. En France, par exemple, le *Fonds de réserve pour les retraites* s'efforce également de garantir transparence et responsabilité.

Du point de vue de la stabilité des marchés financiers, un manque d'informations concernant les avoirs et les stratégies des fonds d'investissement souverains peut favoriser les comportements moutonniers, lesquels pourraient avoir une influence très négative sur la dynamique des marchés. Compte tenu de cette préoccupation majeure, il serait utile de définir un code de conduite, qui pourrait être élaboré dans le cadre d'instances internationales (sous

l'égide de la Banque mondiale ou du FMI, par exemple), afin de mettre en place des exigences minimales concernant le degré adéquat de diffusion d'informations. De nouveaux progrès dans ce domaine atténueraient considérablement les préoccupations concernant les risques de mauvaise allocation du capital ainsi que les externalités négatives que la gestion d'importants actifs internationaux est susceptible de faire naître dans la sphère macroéconomique et sur les marchés financiers.