

**Les fonds souverains sont-ils un nouveau bras armé des Etats ?**  
*ou le recyclage des pétrodollars et des excédents commerciaux*



*LAREGE - 16 avril 2008*

*Intervention de Maud Louvrier-Clerc*

# Sommaire

<b>1</b>	<b>Fonds souverains : chiffres clés, acteurs</b>
<b>2</b>	<b>Les raisons de leurs dynamismes, prévisions de leurs expansions</b>
<b>3</b>	<b>Les spécificités de ce nouvel investisseur : opportunités et risques</b>

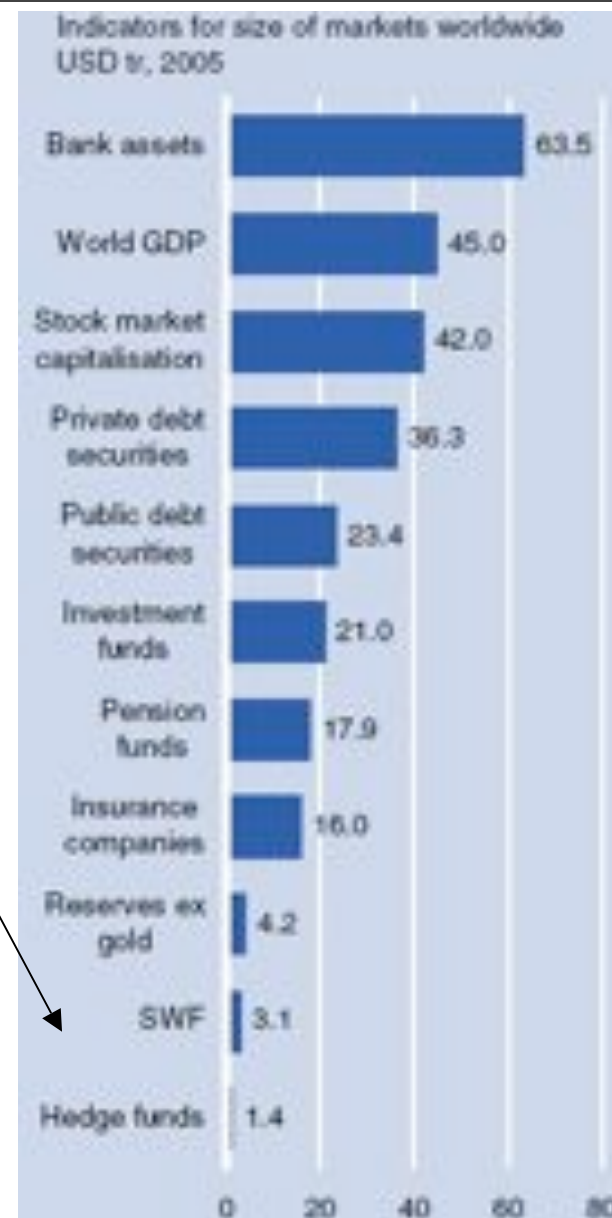
# Fonds souverains : les chiffres clés

- ~50 fonds
- Objectif : faire fructifier les excédents budgétaires
- Encours estimé entre de \$ 2.200-3.500 Mds
- 1/2 en provenance du Moyen Orient

## Répartition mondiale des SWF

en \$ Mds	Encours*	%
Moyen Orient	1478	49%
Asie - Pacifique	839	28%
Europe	487	16%
Etats-Unis / Canada	75	2%
Amérique Latine	28	1%
Autres (Afrique)	94	3%
<b>Total</b>	<b>3001</b>	<b>100%</b>

\* Estimation / Sources : Chartered Bank, Oxford Analytica, Deutsche Bank, Morgan Stanley, Cerulli Associates



# Les acteurs

- Les « oil funds », issus des pétro-dollars + MP => 65% des encours
- Les « tigers funds », qui sont les grands « Exportateurs » asiatiques
- 2015 = 50/50

Country	Fund	AuM (USD bn)	Inception year
United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	875	1976
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	330	1981
Norway	Government Pension Fund - Global (GPF)	322	1990
Saudi Arabia	Various funds	300	NA
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	250	1953
China	China Investment Company Ltd.	200	2007
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	140	1998
Russia	Stabilization Fund of the Russian Federation (SFRF)	127	2003
China	Central Huijin Investment Corp.	100	2003
Singapore	Temasek Holdings	108	1974

## Focus sur les « oil funds »

- **Les leaders industriels mondiaux = Sociétés d'Etats.**
- **Ils représentent les 2/3 de la production mondiale de pétrole et les 4/5 de celle du gaz.**

⇒ soit un flux annuel de recettes entre \$1500\* - 2000\*\* Mds / an

\*pétrole vendu à 75\$/bl, \*\* à 100\$/bl

⇒ soit un flux annuel de recettes entre \$400\* Mds / an

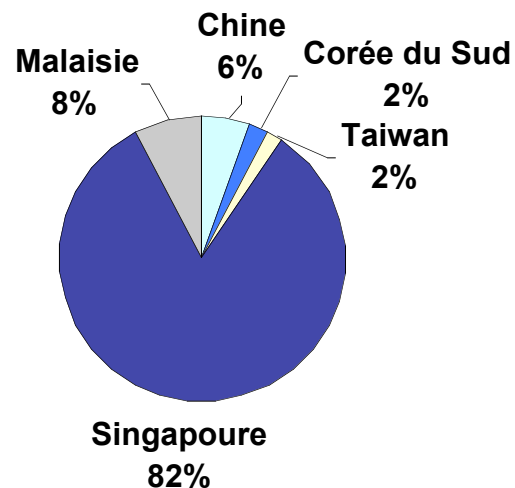
\*gaz, vendu vers les 30\$)

- **Caractère dépensier ou économe de chacun des Etats concernés ?**

Les estimations = 15% à 20% de ces recettes pétrolières, soit 300 à 400 mds\$, seront déversés annuellement ....

## Focus sur les « tigers funds »

- **Singapore, un précurseur** dont le FS = 82% des réserves
- **Des décisions contrastées** : les fonds souverains représentent en effet entre 6% et 27% des réserves de change des autres pays...
- **Un flux annuel entre 300 ou 400 mds\$**



### Les "tigers funds"

en \$ Mds	Réserves de change	SWF
Chine	1582	300
Corée du Sud	271	20
Taiwan	269	15
Singapour	155	438
Malaisie	97	26
<b>Total</b>	<b>2374</b>	<b>799</b>

Source : Banque mondiale, Cerulli Associates

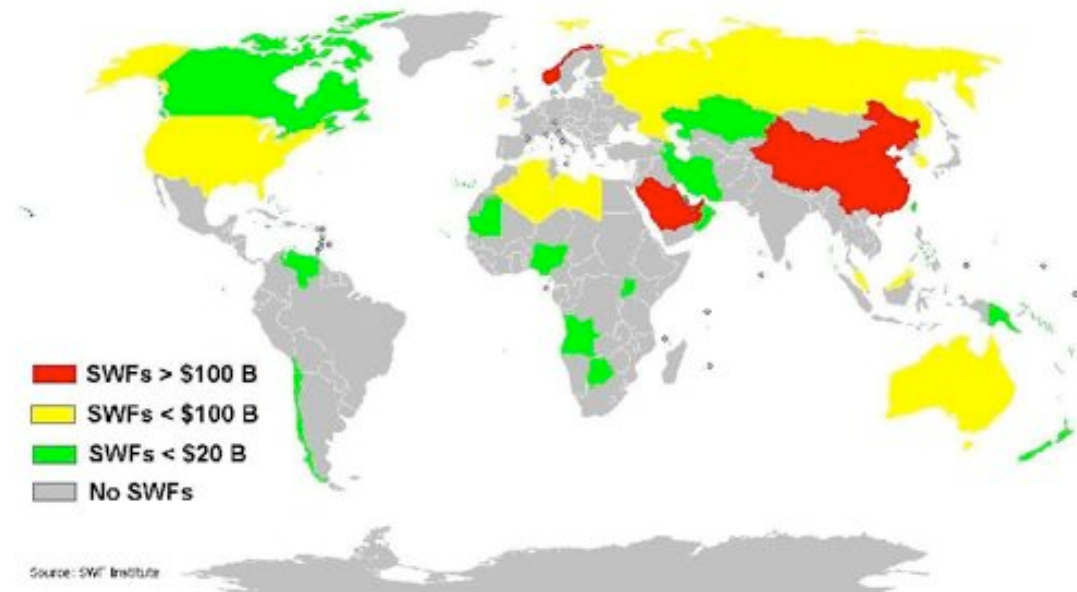
# Pourquoi en parlons-nous aujourd'hui ?

**Mise en lumière ...** Les « pays émergents » sont passés du statut d'emprunteur au statu de prêteur et deviennent aujourd'hui actionnaire

- **rythme de croissance inédit avec des opérations d'acquisition qui se multiplient depuis 2 ans**

⇒ 127 opérations  
⇒ dont 37 > \$1 billion

- **Nouvelle stratégie ?**
- **Allocation des fonds souverains ?**



- **Impact plus important de leurs actions par rapport aux autres acteurs financiers et que par le passé ?**

# Sommaire

1	Fonds souverains : chiffres clés, acteurs
2	Les raisons de leurs développements, les prévisions de leurs expansions
3	Les spécificités de ce nouvel investisseur : opportunités et risques

# Les raisons de leurs développements

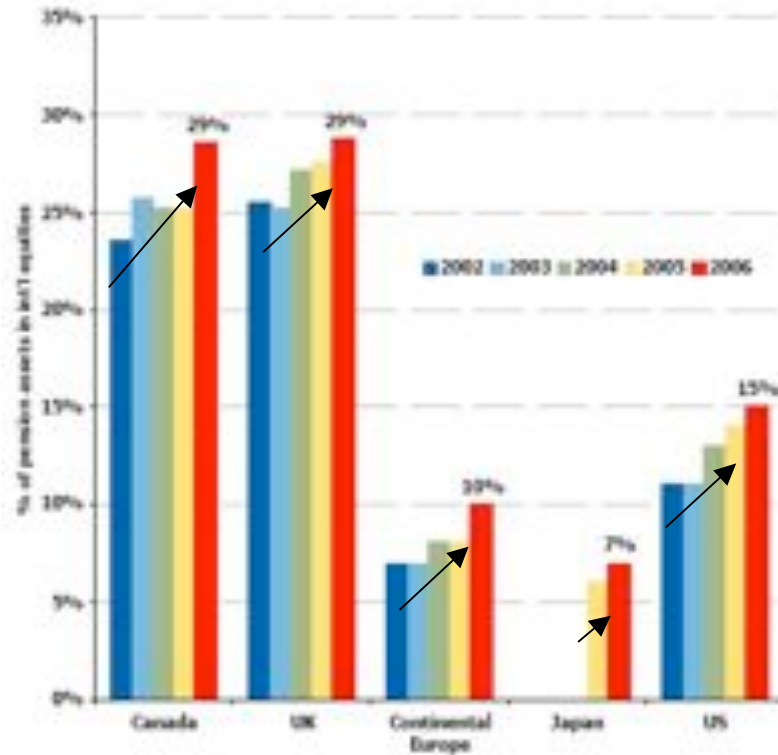
## *Accélération de la mondialisation financière*

1. **L'innovation financière**
2. **L'intégration « complète » des économies des pays émergents et le rattrapage des économies des pays émergents**
  - ⇒ **Amélioration significative de leur gestion économique**
  - ⇒ **Sous appréciation des monnaies émergentes face au dollar**
  - ⇒ **Hausse du prix de l'énergie et des matières premières**
3. **L'émergence d'acteurs financiers globaux**

# Quel est l'impact de cette Globalisation sur l'industrie de la gestion d'actifs ?

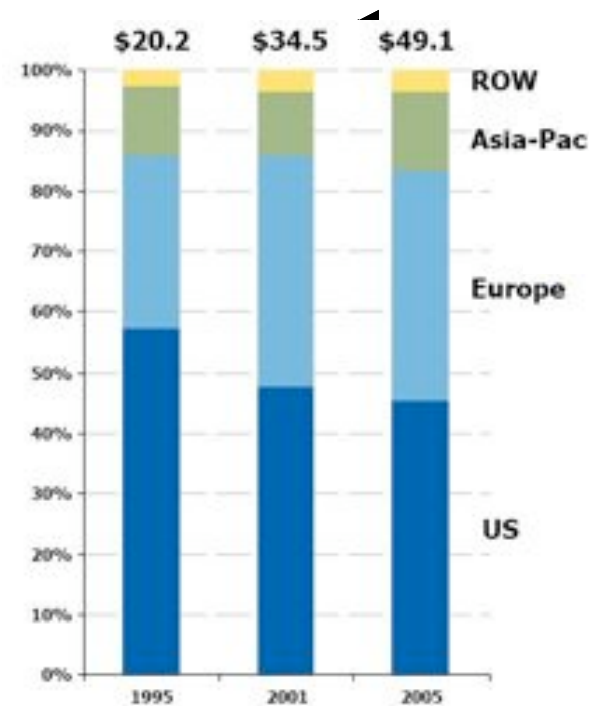
## Une nouvelle allocation des investisseurs et de nouveaux profils de risque

% de l'Allocation des Fonds de pension en actions internationales



Source: Greenwich

Encours mondiaux des UCITS en \$ Trillions



Source: Greenwich

# Les raisons de leurs développements

*Changement profonds de l'équilibre financier international :  
le renversement des positions de balance des paiements courants*

1. **Le rôle croissant des pays émergents sur la scène économique mondiale**
2. **Une interdépendance accrue ... et donc un risque de contagion plus important**
3. **Une diversification de la gestion de ses nouvelles réserves de change**

⇒ **Quel est le profil de risque des fonds souverains ?**

⇒ **à quelle hauteur et à quelle vitesse se fera cette diversification des réserves par les fonds souverains ?**

# Les conséquences de leurs développements

*Les conséquences directes des acquisitions massives de bonds du trésor américain par les BC des pays émergents, ont contribué à :*

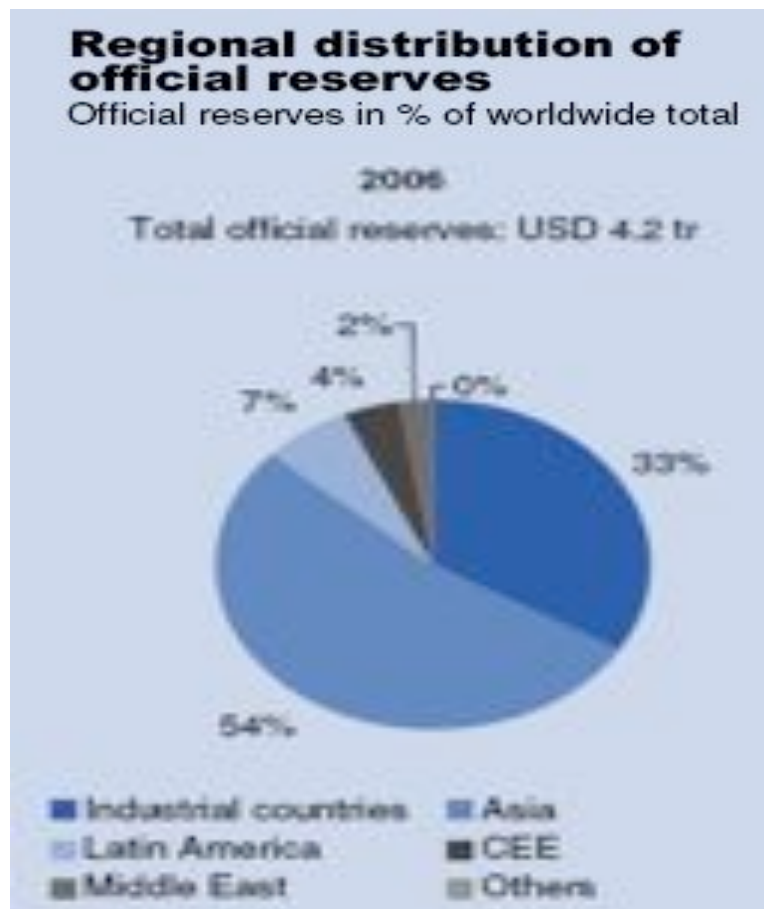
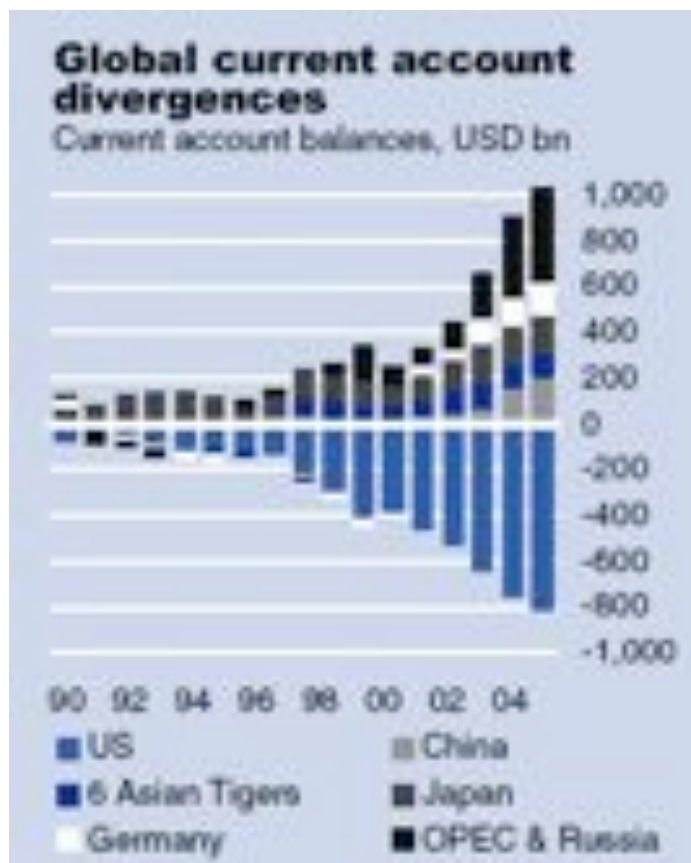
1. **Maintenir à un niveau bas les taux d'intérêts long terme**
2. **L'explosion des liquidités**
3. **Disfonctionnement du système monétaire international**

⇒ **les Etats-Unis et la Chine accepteront-ils de jouer le jeu du multilatéral ?**

# Prévisions de croissance

La valeur totale des fonds souverains quadruplera / sextuplera d'ici à 2015

entre 6 et 12 Mds fin 2015



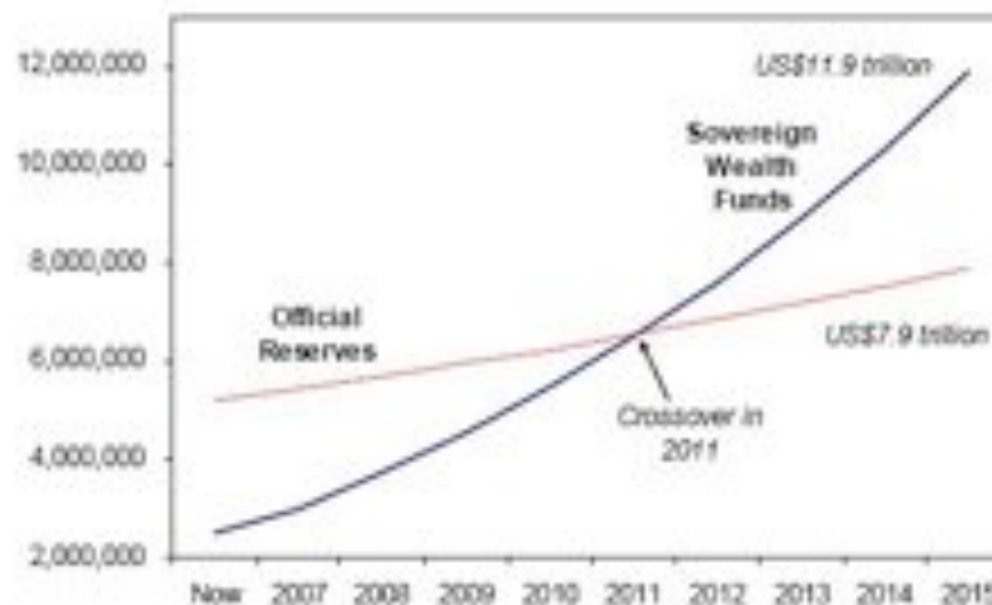
# Un « turning point » de l'économie mondiale

## Les fonds souverains, révélateurs d'une nouvelle ère de l'économie mondiale

- Vers la fin de la super-puissance occidentale ?
- Vers un rééquilibrage mondial

Part des zones dans la capitalisation cumulée des 500 premières entreprises mondiales\*

	2002	2007
US	57%	38%
Europe	29%	32%
Emergents	3%	17%



Source: Morgan Stanley Research estimates

**Autre indicateur clé : les investissements inter pays émergents...**

\*classement FT Global 500

Les fonds souverains sont-ils un nouveau bras armé des Etats ? MLC Avril 2008

# Sommaire

1	Fonds souverains : chiffres clés, acteurs
2	Les raisons de leurs dynamismes, prévisions de leurs expansions
3	<b>Les spécificités de ce nouvel investisseur : opportunités et risques</b>

# Les spécificités des fonds souverains

## Quelle différence majeure avec un investisseur institutionnel ?

- 
- Pas de cadre réglementaire / contractuelle => opacité ...
  - Pas de contrainte ALM (actif/passif) vs Assureurs/Fonds de pension...
  - Stratégie de long terme mais « opportuniste » et très réactive
  - Pas de pression tarifaire

# Les risques

## Risques majeurs

- **contrôlés par des Etats, ces fonds pourraient être utilisés à des fins géopolitiques et stratégiques et non financières**
- **Collusion entre ou avec d'autres acteurs**



- **Des pays aux régimes politiques « durs » à surveiller : la Chine, la Russie...**

## Les contradictions de l'occident...

- **Constat : L'Occident a besoin de cet argent mais ne veut pas céder le contrôle.**

Exemple : AMD...

- **Position US = ce type de participation doit être approuvé par le Comité des investissements étrangers**
- **Au niveau international : Appel au FMI et à la Banque Mondiale ...** discours du chancelier britannique Alistair Darling / demande de Hank Paulson( US Treasury secretary)
- **Au niveau européen, le Royaume-Uni, précurseur , le nouveau lobbying de l'Allemagne piru créer un équivalent au « Committee of Foreign Investment » américain ...**  
=Code de transparence , commissaire à l'économie = Joaquim Almunia et au Marché unique Charlie Mc Creevy ...
- **Et la France ?**

# Riposte

- **Protectionnisme / Restriction sectorielle**

  - = position anglo-saxonne (législation dite exon-Florio, concept de « sécurité économique » et allemande ...

- **Réciprocité systématique: pression pour une meilleure ouverture de ces mêmes pays aux investissements étrangers**

  - ⇒ Ses 2 derniers points se ferait d'un point de vue financier au détriment de la croissance économique et de la recherche d'une gouvernance et d'une responsabilité partagée

  - ⇒ N'y a-t-il pas au-delà d'une logique d'affrontement , un nouvel équilibre mondial à construire ...

# Solution

## Les « discipliner »

- Régulation à un niveau international forçant ainsi les Etats investisseurs à appliquer des règles de bonne conduite (transparence sur leurs intentions, modes de fonctionnement et gouvernance)
- Surveillance et contrôle : 3 critères clés
  - transparence, mode de fonctionnement et gouvernance
  - contrôle stratégique des entreprises / pillage technologique & propriété intellectuelle
  - menace politique

## Les responsabiliser ... mais pour cela, encore faudrait-il accepter de partager le pouvoir et être « irréprochable »

- Au niveau des institutions internationales (FMI – OMC)
- Exemplarité sur d'autres thématiques : réchauffement climatique ...

# Stratégie française vs européenne

- **Stratégie française**

  - La définir**

    - Christine Lagarde / Alain Demarolles ...

  - La promouvoir**

- **Constitution d'un fonds souverain français ...**

  - Est-ce bien réaliste?**

    - Déficit commercial = 42 Mds

    - Déficit commercial extérieur = 40 Mds

    - FRR déjà sous-investit ...

  - CDC, la main armée française comme instrument de défense...**

    - Comment ?

# Les spécificités de ce nouvel investisseur : opportunités et risques

## Opportunités « Shanghai, Mumbai, Dubai or good-bye »

- **Flux annuel de plus de 100 Milliards par an...**
  - ❑ Une nouvelle source à mettre en regard avec vieillissement démographique des pays occidentaux...
  - ❑ Liquidité annuelle additionnelle

*\* Estimation / Source Chartered Bank, Oxford Analytica? Deutsche Bank, Morgan Stanley, Cerulli Associates*

## Défis

- **Management interne / outsourcing**
  - ❑ 44% pour les SWF du Golfe persique ...
  - ❑ La dimension humaine ... le temps de l'apprentissage et les ressources
- **La diversification, comme facteur clé d'un nouvel équilibre pacifique à l'échelle mondial**
  - ❑ USD / EUR - ex : un nouvel attrait pour les obligations européennes
  - ❑ Investissement dans les pays émergents

## Encours externalisés des SWF

en \$ Mds	Encours*	%
Moyen Orient	940	31%
Asie - Pacifique	178	6%
Europe	83	3%
Etats-Unis / Canada	61	2%
Amérique Latine	0	0%
Autres (Afrique)	46	2%
<b>Total</b>	<b>1308</b>	<b>44%</b>

# Impact de la crise des subprimes et regard inversé

- **Professionalisme et opportunisme**

- Abou Dhabi chez Citigroup
- CIF chez Morgan Stanley
- Singapour chez Barclays, Merrill Lynch et UBS...
- Chine n'investit pas dans Bear Stearn...

- **Décorrélation ... les vertus de la diversification des sous-jacents/acteurs**

- Évitant / réduisant les vents de panique...
- Et ceci sur différentes classes d'actifs : immobilier, marchés actions, obligataires, monétaires

⇒ *Quand les traditionnels fonds privés, fonds de capital-risque ou fonds spéculatifs, étant en panne de liquidités, les fonds souverains émergents ont pris le relais ...*

# Impact de la crise des subprimes et regard inversé

- **Réaction**

- Lettre de l'émirat d'Abou Dhabi adressée mi mars au secrétaire américain au Trésor

- **Débat interne ... et pression sociale**

- Les **critiques internes** ex : CIC / Blackstone : « Les réserves extérieures sont gagnées par la sueur et le sang du peuple de Chine, vous êtes priés de les investir avec plus de discernement ! »

- Une **pression sociale** s'exercera ... pour un réinvestissement plus important dans leurs propres économies => hôpitaux etc ...

⇒ les investissements dans les infrastructures ont par exemple déjà commencé ...

# Conclusion, la voie du milieu entre naïveté et paranoïa

## Face à cette montée en puissance financière des pays émergents

et à ces nouveaux acteurs que sont les fonds souverains dont le poids sera croissant et une source de liquidité attractive exigeant une surveillance rigoureuse (stratégie aujourd'hui opaque) la mise en place de mesures appropriées est vitale (stratégie fr-européenne)

- limiter à hauteur de x% les prises de participation des fonds dans certaines catégories d'entreprises...
- bloquer la possibilité pour les SWF de rentrer dans les conseils d'administration...

## Mais il ne faudrait pas

sur estimer leur influence (cf réactions identiques – multinationales, hedge funds...) sous-estimer la capacité du marché à les apprivoiser / discipliner... ou négliger la vertu inhérente de ce rééquilibrage mondial



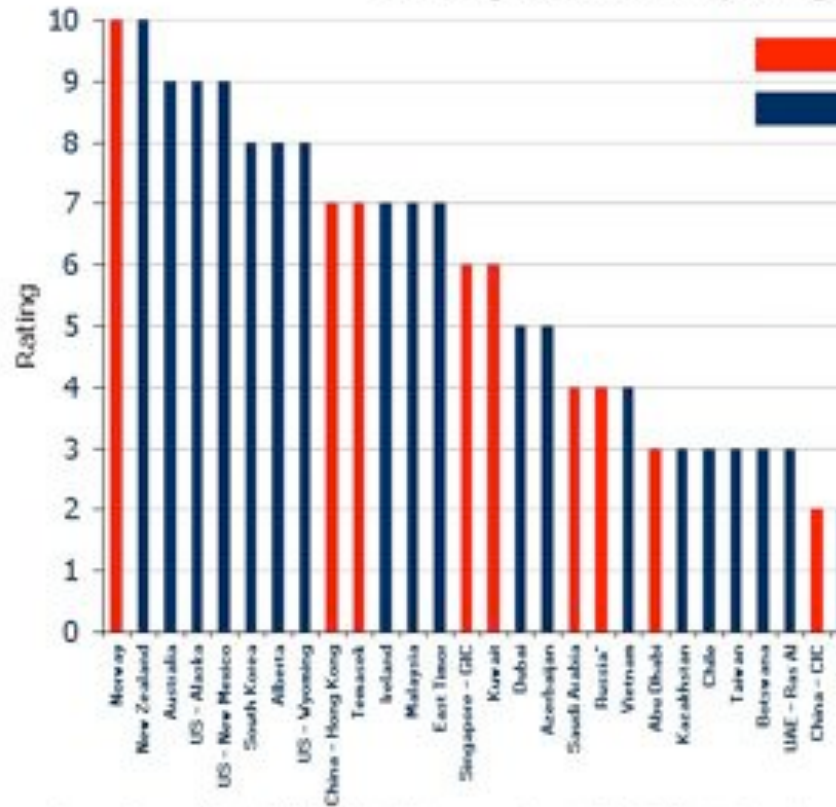
**une nouvelle ère commence,  
avec de nouveaux rapports Nord Sud  
celle-ci requiert des réformes du FMI, de la Banque mondiale...  
et pour la France la nécessité de définir une nouvelle stratégie...**



# ANNEXES

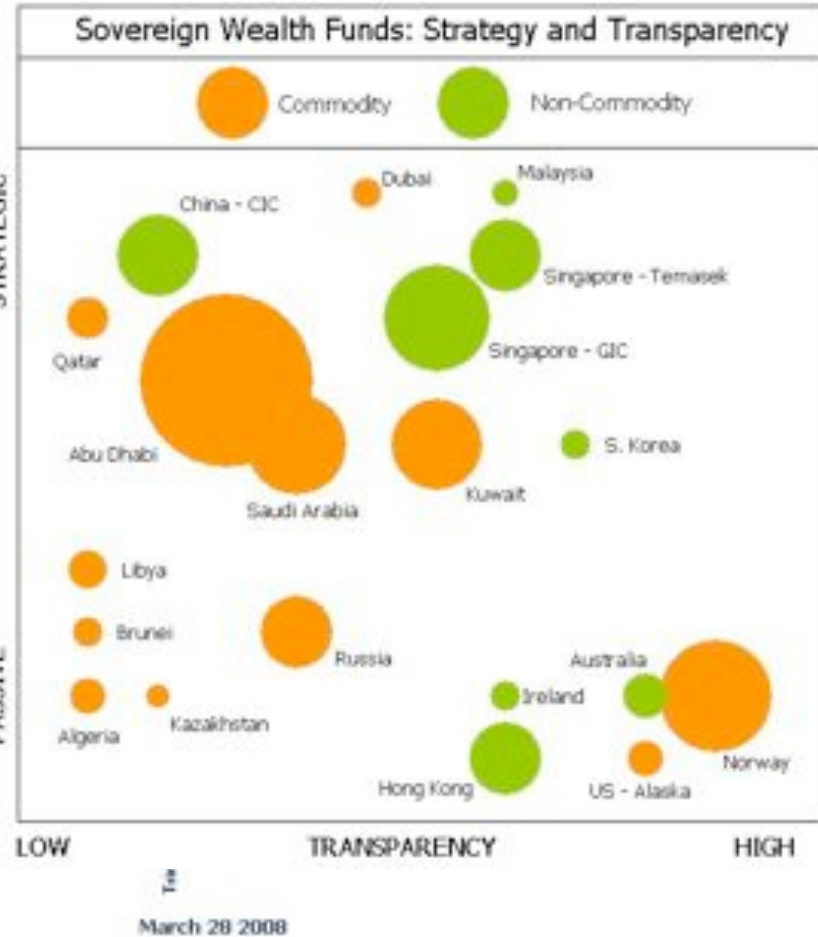
# Annexes

**Linaburg-Maduell Transparency Index**  
**Sovereign Wealth Fund by Rating**



Source: Sovereign Wealth Fund Institute

\*Russia's Oil Stabilization Fund



# Annexes

## Subprime Report - Cash Infusion

### Sovereign Wealth Infusions for Banks March 2007 - April 2008

Company	Investor	% Stake	Investment Value in US\$ Millions	Security
Citigroup	Abu Dhabi Investment Authority	4.9	\$7,500	New Convertible
Citigroup	Government of Singapore Investment Corp.	3.7	6,880	New Convertible
Citigroup	Kuwait Investment Authority	1.6	3,000	New Convertible
Merrill Lynch	Kuwait Investment Authority	3.0	2,000	New Convertible
Merrill Lynch	Korean Investment Corp.	3.0	2,000	New Convertible
Merrill Lynch	Temasek Holdings	9.4	4,400	New Convertible
Morgan Stanley	China Investment Corp.	9.9	5,000	New Convertible
Barclays PLC	Temasek Holdings	1.8	2,005	Common Stock
Credit Suisse	Qatar Investment Authority	1.0	603	Common Stock
UBS	Government of Singapore Investment Corp.	9.8	9,750	New Convertible
UBS	Saudi Arabian Monetary Agency	2.0	1,800	New Convertible

Total Cash Infusions from Sovereign Wealth Funds \$44,938

\* Funds purchased convertible units that can be converted into equity at a future date

Source: Sovereign Wealth Fund Institute, Official Press Releases Updated: April 2008

As of Jan 25 2008

## Democracy Index

### Notes

- The Economist has in a study examined the state of democracy in 167 countries and rated those with an Economist Intelligence Unit Index of Democracy which focused on five general categories: **free and fair election process, civil liberties, functioning of government, political participation and political culture.**
- This is not the full democracy index, only countries that have SWFs and countries of interest in our studies.

Rank	Country	Index	Category	Funds
1	Norway	9.55	Functioning democracy	Government Pension Fund
2	Australia	9.09	Functioning democracy	Future Fund
3	Canada	9.07	Functioning democracy	Heritage Fund
4	Ireland	9.01	Functioning democracy	NPRF
5	New Zealand	9.01	Functioning democracy	NCIF
6	United States	8.22	Functioning democracy	Alaska Permanent Fund
7	Japan	8.15	Functioning democracy	Potential SWF
8	United Kingdom	8.08	Functioning democracy	
9	Chile	7.89	Flawed democracy	
10	South Korea	7.88	Flawed democracy	Korea Investment Corporation
11	Taiwan	7.82	Flawed democracy	National Stabilisation Fund
12	India	7.68	Flawed democracy	Potential SWF
13	Botswana	7.60	Flawed democracy	Pula Fund
14	Trinidad & Tobago	7.18	Flawed democracy	Revenue Stabilisation Fund
15	Timor-Leste	6.41	Flawed democracy	TLP Fund
16	Colombia	6.40	Flawed democracy	
17	Hong Kong	6.03	Flawed democracy	HKMA
18	Malaysia	5.98	Flawed democracy	Khazanah Nasional
19	Singapore	5.89	Hybrid regime	GICS, Temasek
20	Venezuela	5.42	Hybrid regime	FIEM
21	Uganda	5.14	Hybrid regime	Poverty Action Fund
22	Russia	5.02	Hybrid regime	NWF

# Focus sur KIA

## **Kuwait Investment Authority (KIA) ... « the trailblazer »**

- Création en 1953, le concept de fonds souverains est née
- Reserves de change issues des pétro-dollars
- Encours estimé à 250 Milliards d'euros
- 5<sup>ème</sup> fonds souverains en 2007

## **Outsourcing**

- ~50% (vs 70-80% pour Adia)

## **Opacité**

- Il est aujourd'hui interdit à KIA (par la Loi Kuwaiti) de communiquer son encours global et ses différentes détentions...

## **Quelques exemple investissements**

- En 1974, KIA rachète St Martins Property Corporation (établissement financier immobilier)
- En 1983, rachat d'Autobar, l'un des plus importants acteurs européens sur l'alimentaire et les boissons
- En 1987, après la privatisation désastreuse de BP, KIA prend 22% du capital , aujourd'hui KIA détient ~ 2.5% de la société en effet, en 1988, Margaret Thatcher avait obligé la KIA à revendre sa participation idem position/solution actuelle proposée par les britanniques (liste des entreprises interdites)

(...)

- En 2007, KIA détient 7.2% de l'action Daimler ...

# Focus sur les fonds souverains chinois

Contexte => rivalité entre le ministère des Finances et la Banque populaire de Chine sur le contrôle des réserves de changes issues des exportations, \$1.4 trillion – 1.6 trillion.

## **CIC - China Investment Corporation**

- Encours estimé à 200 Milliards d'euros
- 6<sup>ème</sup> fonds souverains en 2007
- critiqué sur ses maigres performances de ses premiers investissements ex : dans le fonds d'investissement américain Blackstone et dans la banque d'investissement Morgan Stanley.

## **SAFE - State Administration of Foreign Exchange**

- Encours estimé à plus de 200 Milliards d'euros
- Janvier 2008 = prises de participation dans Australia and New Zealand Banking Group, Commonwealth Bank of Australia et National Australia Bank ...
- Avril 2008 = prises de participation dans BP, Total ...