
Les nouveaux défis des fonds souverains pétroliers

Marie-Claire Aoun

Quentin Boulanger

Février 2015



Cette étude a été réalisée dans le cadre du partenariat entre l'Institut français des relations internationales (Ifri) et l'OCP Policy Center

L'Ifri est, en France, le principal centre indépendant de recherche, d'information et de débat sur les grandes questions internationales. Créé en 1979 par Thierry de Montbrial, l'Ifri est une association reconnue d'utilité publique (loi de 1901).

Il n'est soumis à aucune tutelle administrative, définit librement ses activités et publie régulièrement ses travaux.

L'Ifri associe, au travers de ses études et de ses débats, dans une démarche interdisciplinaire, décideurs politiques et experts à l'échelle internationale.

Avec son antenne de Bruxelles (Ifri-Bruxelles), l'Ifri s'impose comme un des rares *think tanks* français à se positionner au cœur même du débat européen.

OCP Policy Center est un *think tank* « policy oriented » qui a pour objectif, à travers des productions analytiques indépendantes, un réseau de partenaires et de chercheurs associés de premier plan et l'organisation de débats, de contribuer à fonder la connaissance et à éclairer la réflexion sur des questions économiques et de relations internationales centrales pour le futur du Maroc et plus largement pour le continent Africain.

OCP Policy Center se veut être une plateforme ouverte de discussion et d'échange, un incubateur d'idées et une source proactive de propositions d'actions pour les décideurs politiques et économiques, et plus largement pour l'ensemble des parties prenantes au processus de croissance et de développement.

*Les opinions exprimées dans ce texte
n'engagent que la responsabilité des auteurs.*

ISBN 978-2-36567-358-7

© Ifri – 2015 – Tous droits réservés

Ifri
27 rue de la Procession
75740 Paris Cedex 15 – FRANCE
Tél. : +33 (0)1 40 61 60 00
Fax : +33 (0)1 40 61 60 60
Email : ifri@ifri.org

Ifri-Bruxelles
Rue Marie-Thérèse, 21
1000 – Bruxelles – BELGIQUE
Tél. : +32 (0)2 238 51 10
Fax : +32 (0)2 238 51 15
Email : bruxelles@ifri.org

Site Internet : ifri.org

Auteurs

Marie-Claire Aoun est titulaire d'un Doctorat en Sciences économiques de l'Université Paris Dauphine (2008), auteure d'une thèse portant sur la rente pétrolière et le développement économique des pays exportateurs de pétrole. Elle débute sa carrière, dans le cadre de ses recherches doctorales, en 2004, au Centre de Géopolitique de l'Énergie et des Matières premières (CGEMP) de cette même université.

Jeune docteure, elle intègre la Commission de Régulation de l'Énergie (CRE), comme chargée de mission au sein de la Direction des Infrastructures et des Réseaux de Gaz. Entre 2008 et 2014, elle contribue aux travaux sur la mise en œuvre du 3^{ème} paquet législatif de l'énergie et sur l'intégration des marchés du gaz en Europe.

Marie-Claire Aoun est directrice du centre Energie de l'Ifri depuis mars 2014. Elle continue parallèlement à enseigner au sein de l'Université Paris Dauphine.

Quentin Boulanger est chercheur et gestionnaire de programmes au sein de l'Institut pour l'efficacité énergétique d'Ukraine. Son travail porte sur la gouvernance énergétique multi-niveaux en Ukraine, et notamment sur la décentralisation. Il mène également des recherches sur la gouvernance d'entreprise et l'optimisation du cadre d'investissement afin de réduire les pertes dans le secteur énergétique ukrainien.

Quentin Boulanger est diplômé de l'Institut d'Etudes Européennes de Bruxelles et titulaire du Master Energie, Finance, Carbone de l'Université Paris Dauphine.

Résumé

Les fonds souverains sont souvent présentés comme un instrument efficace pour la gestion de la rente des hydrocarbures, permettant de réduire l'impact de la volatilité des revenus pétroliers ou gaziers sur l'économie, de dissocier les dépenses des revenus et de favoriser une gestion plus transparente de la rente. Avec l'envolée des cours du pétrole entre 2007 et 2014 et les réserves financières considérables accumulées par les pays producteurs d'hydrocarbures, la stratégie d'allocation des actifs est devenue plus complexe, basculant d'une logique de gestion de la richesse vers une logique d'investissement et d'optimisation financière. Ces fonds sont ainsi devenus des acteurs majeurs sur la scène financière et industrielle internationale. De plus, avec la découverte de nouvelles ressources d'hydrocarbures ces dernières années, notamment en Afrique, les stratégies des nouveaux fonds semblent s'orienter vers un nouvel objectif de développement économique local. Or l'effondrement imprévu des cours du brut ces derniers mois fait peser un nouveau risque sur certains fonds souverains alimentés par les recettes d'hydrocarbures, qui doivent venir au secours de leurs économies et se recentrer sur leur mission principale de stabilisation macroéconomique.

Sommaire

INTRODUCTION	4
OBJECTIF ET TYPOLOGIE DES FONDS SOUVERAINS : L'ÉVOLUTION PROGRESSIVE VERS UNE LOGIQUE FINANCIÈRE	6
DE NOUVELLES STRATÉGIES D'ALLOCATION DES ACTIFS ET DE GESTION DE LA RENTE PAR LES FONDS SOUVERAINS	10
Diversification des investissements en matière géographique et en type d'actifs	10
L'essor incertain des fonds souverains de développement..	13
BILAN DES FONDS SOUVERAINS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE ET DE STABILISATION ÉCONOMIQUE.....	16
Les principes de Santiago comme critères d'évaluation	16
Quelle efficacité pour les fonds souverains pétroliers dans le contexte actuel de repli des cours ?.....	19
CONCLUSION.....	22
ANNEXE 1 : LES PRINCIPES DE SANTIAGO OU LES PRINCIPES ET PRATIQUES GÉNÉRALEMENT ACCEPTÉES (PPGA)	23
BIBLIOGRAPHIE	26

Introduction

Alors que la création des premiers fonds souverains remonte aux années 1950, ces fonds d'investissement publics sont devenus des acteurs majeurs sur la scène financière internationale depuis les années 2000. Lors de la crise financière, l'implication de certains fonds souverains sur les marchés financiers internationaux fut sans précédent. Grâce à un horizon d'investissement à long terme, ces fonds ont fourni des liquidités aux marchés et ont permis de prévenir l'effondrement des places boursières, tout en soutenant plusieurs banques en difficulté telles que CITI Bank par l'Abu Dhabi Investment Authority ou Morgan Stanley par la China Investment Corporation¹. En 2007 et 2008, les montants des actifs dans le secteur financier représentaient 42 % des investissements des fonds souverains (Kern, 2009). Cette montée en puissance a suscité de vives inquiétudes sur la scène financière internationale, en raison des effets de ces investissements, parfois dans des domaines stratégiques, sur les entreprises et sur les marchés étrangers. Le lien entre les décisions d'investissement de ces nouveaux acteurs et leur volonté potentielle d'exercer une influence politique était au cœur des préoccupations de plusieurs pays du G7, d'autant plus que de nombreux fonds souverains se caractérisent par une forte opacité autour de leur stratégie².

Sur les 75 fonds répertoriés par le Sovereign Wealth Fund Institute en décembre 2014, 48 ont été créés après 2000, avec des recettes issues pour la plupart des exportations pétrolières, gazières ou minières. Cet essor est étroitement associé à l'envolée des cours du pétrole entre 2007 et 2014 ainsi qu'aux prix élevés des minéraux, se traduisant par des réserves de change considérables pour les pays producteurs. Un fonds souverain pétrolier est d'abord conçu comme un outil de gestion de la rente des hydrocarbures, permettant de réduire l'impact de la volatilité des revenus pétroliers ou gaziers sur l'économie, de dissocier ces revenus des dépenses et de favoriser une gestion plus transparente de la rente. Cependant, avec

¹ R. Wray, « How Sovereign Wealth Funds Were Left Nursing Multibillion Losses », *The Guardian*, 22 mars 2008, <<http://www.theguardian.com/business/2008/mar/22/banking.investmentfunds>>.

² A. Demarolle, « Rapport sur les fonds souverains », ministère de l'Économie et des Finances, 2008, <<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/084000299/0000.pdf>>.

les réserves financières substantielles accumulées par les pays producteurs d'hydrocarbures, la stratégie d'allocation des actifs est devenue plus complexe, basculant d'une logique de gestion de la richesse vers une logique d'investissement et d'optimisation financière. De plus, avec la découverte de nouvelles ressources d'hydrocarbures ces dernières années, notamment en Afrique, les stratégies des nouveaux fonds se sont centrées sur le développement économique local. Mais le repli des cours du brut observé depuis juin 2014 devient un enjeu crucial pour de nombreux fonds souverains alimentés par les exportations pétrolières et gazières, ces fonds étant mis à contribution pour soutenir et stabiliser l'économie.

L'objectif de cette note est d'analyser l'évolution des stratégies des fonds souverains ces dernières années en adoptant une approche comparative entre les différents types de fonds, tout en tenant compte des spécificités économiques des pays et du contexte actuel de déclin des cours du brut.

Objectif et typologie des fonds souverains : l'évolution progressive vers une logique financière

Les fonds souverains sont des instruments d'investissement public, visant en principe à investir des excédents budgétaires ou commerciaux dans une logique de long terme en gérant un portefeuille diversifié d'actifs financiers nationaux et internationaux, de manière distincte des réserves de change officielles du pays³. Face à un afflux de devises important, la création de ces fonds souverains permettrait d'éviter un risque de surchauffe de l'économie nationale en assurant l'adéquation entre la capacité d'absorption de l'économie et la masse monétaire. Dans les pays producteurs de matières premières, ces fonds sont assimilés à des outils de gestion de la rente.

Ils ont désormais un poids financier substantiel sur la scène financière internationale. En décembre 2014, près de 7 000 milliards de dollars⁴ étaient gérés par les fonds souverains, un montant trois fois supérieur à celui de 2007. À titre de comparaison, la taille globale des actifs gérés par les fonds souverains est deux à trois fois plus importante que celle des fonds spéculatifs (*hedge funds*), mais beaucoup moins que celle des fonds de pension (qui représentent plus de 24 000 milliards de dollars en 2013 selon les données de l'OCDE).

Les fonds alimentés par les revenus des matières premières (pétrole, gaz et dans une moindre mesure phosphate, cuivre, diamants ou minéraux) représentent 61 % du montant global des actifs des fonds souverains (59 % pour les fonds souverains pétroliers et gaziers). Les sources des autres fonds souverains proviennent des réserves de change liées à une balance commerciale durablement excédentaire.

³ Selon FMI (2008), CE (2008) et Weiss (2008) (voir bibliographie).

⁴ Sovereign Wealth Fund Institute, <www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

Figure 1 : Les 15 fonds souverains les plus importants au monde (décembre 2014)

Pays	Nom du fonds	Actifs en milliards de \$	Date de création	Origine
Norvège	Government Pension Fund - Global	893,0	1990	Pétrole
Émirats Ar. Unis	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	773,0	1976	Pétrole
Arabie Saoudite	SAMA Foreign Holdings	757,2	Nd	Pétrole
Chine	China Investment Corporation	652,7	2007	Autres
Chine	SAFE Investment Company	567,9	1997	Autres
Koweït	Kuwait Investment Authority (KIA)	548,0	1953	Pétrole
Chine - Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	400,2	1993	Autres
Singapour	Government of Singapore Investment Corporation	320,0	1981	Autres
Qatar	Qatar Investment Authority (QIA)	256,0	2005	Pétrole & Gaz
Chine	National Social Security Fund	201,6	2000	Autres
Singapour	Temasek Holdings	177,0	1974	Autres
Australie	Australian Future Fund	95,0	2006	Autres
Émirats Ar. Unis	Abu Dhabi Investment Council	90,0	2007	Pétrole
Russie	Reserve Fund	88,9	2008	Pétrole
Russie	National Welfare Fund	79,9	2008	Pétrole
Fonds souverains pétroliers et gaziers dans le monde		4 292		
Total		7 057		

Nd : Non disponible

Source : <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

À l'origine, la création d'un fonds souverain permet à un pays exportateur de pétrole d'échapper à la malédiction des ressources naturelles, phénomène bien connu dans les pays exportateurs de pétrole associé au syndrome hollandais⁵ et à un fort déficit de

⁵ Le *Dutch Disease* ou syndrome hollandais évoque ce contraste étonnant entre, d'une part, une situation économique interne plutôt morose (production industrielle, investissements et profits en baisse, avec un taux de chômage en forte hausse) et, d'autre part, une balance extérieure largement excédentaire (monnaie forte et surplus élevé du compte courant). Ce mal intervient lorsque l'arrivée massive des revenus pétroliers entraîne à la hausse le taux de change réel de la devise du pays, rendant la plupart des autres exportations non compétitives. L'économie doit faire face à une destruction du secteur des biens échangeables non pétroliers. Le secteur pétrolier absorbe une partie de la main-d'œuvre des autres secteurs de l'économie, car les facteurs de production y sont mieux rémunérés. Les pays exportateurs de pétrole deviennent tributaires des recettes pétrolières. De plus, la disparition du secteur manufacturé entraîne une perte de la propriété du *learning by doing*, caractéristique propre à ce secteur, qui engendre des externalités positives sur le reste de l'économie en raison de l'acquisition de savoir-faire et du progrès technologique (Aoun, 2011).

gouvernance. Ces fonds publics d'investissement ont d'abord des objectifs macroéconomiques. Ils permettraient au pays exportateur de faire face à la forte volatilité des recettes pétrolières tout en atténuant les effets du syndrome hollandais sur le court terme, et sur le long terme, de constituer des revenus financiers pour les générations futures, notamment lorsque les réserves pétrolières auront été épuisées. Ces fonds contribuent aussi à rendre l'utilisation de la rente pétrolière plus transparente.

De nombreux pays exportateurs de pétrole ont mis en place un fonds de stabilisation, qui accumule les recettes quand le prix du pétrole dépasse un certain seuil et devient une source de revenus quand le prix est inférieur à un prix plancher prédéfini. La stabilisation des revenus du gouvernement et la réduction de la volatilité et de l'incertitude liée aux exportations de brut permettent d'éviter toute interruption des programmes d'investissement public et d'attirer de nouveaux investissements. Cependant, comme le souligne Raymond (2009), ce principe simple demeure complexe à mettre en œuvre, tant les variations transitoires de prix sont *a priori* difficiles à différencier des variations permanentes. De nombreux pays ont introduit ce type de fonds, comme le Chili (Economic and Social Stabilisation Fund), l'Iran et la Russie (Oil stabilisation Fund). Parce qu'ils sont fondés sur une source de revenus incertaine et volatile, ces fonds auront tendance à adopter une stratégie d'investissement similaire à celle des banques centrales, orientée vers des actifs sûrs et liquides, tels que les bons du Trésor émis par les États, qui représentent 70 % de leurs actifs (Hassan *et al.*, 2013). Ce rôle contra-cyclique par rapport aux cours pétroliers mondiaux est fondamental pour les économies fortement dépendantes du secteur des hydrocarbures.

Les fonds d'épargne pour les générations futures contribuent, quant à eux, à assurer l'équité intergénérationnelle. Ils sont régulièrement alimentés par un pourcentage fixe des revenus pétroliers et réinvestis sur le marché international des capitaux dans des actifs financiers. On retrouve ces fonds aux Émirats Arabes Unis avec l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), ou encore en Libye ou en Russie (National Wealth Fund). Ces fonds se caractérisent par une grande flexibilité et un horizon d'investissement particulièrement long leur permettant de s'engager dans des investissements plus risqués.

Principalement concentrés en Asie du Sud-Est (Chine, Corée du Sud ou Singapour), **les fonds non pétroliers financés par l'excédent de la balance courante** sont essentiellement des fonds d'optimisation, qui visent à maximiser le retour sur les réserves de change détenues.

Enfin, **certains fonds souverains poursuivent un objectif de développement** et cherchent à allouer les ressources à des projets socio-économiques de long terme, ayant une importance

stratégique pour l'économie locale et le développement industriel, comme aux Émirats Arabes Unis (Mubadala) ou en Iran (National Development Fund). Ce type de fonds permet de gérer une partie de la richesse nationale et de financer l'investissement local en l'absence d'un marché financier local développé (Raymond, 2009).

De manière générale, les fonds souverains instaurés dans les pays riches en ressources naturelles ont des objectifs multiples, stabilisation et épargne (Azerbaïdjan, Botswana, Trinité-et-Tobago et Norvège), épargne et pension (Australie) ou stabilisation, épargne et développement (Kazakhstan). Au moment de leur création, ces fonds commencent souvent à investir dans des actifs peu risqués (comme les obligations), puis se diversifient progressivement vers les actions avant de s'orienter vers des classes alternatives d'actifs (immobilier, gestion alternative, private equity ou infrastructures) (Banque de France, 2012). Ce schéma est d'ailleurs celui qui a été adopté par le fonds souverain norvégien.

Encadré 1 : Le fonds souverain norvégien

La Norvège a établi un fonds pétrolier en 1990, qui n'est devenu effectif qu'en 1996, en raison de la récession du début des années 1990. Il a été conçu pour, d'une part, se couvrir contre le risque de déclin de la production pétrolière et, d'autre part, pour assurer une source de revenus supplémentaires avec l'augmentation des départs en retraite de la génération du baby-boom. Le ministère des finances a confié la gestion opérationnelle du fonds à la Banque Centrale norvégienne.

Le Government Pension Fund Global est aujourd'hui le fonds souverain le plus important au monde, avec plus de 890 milliards de dollars d'actifs cumulés en décembre 2014. Pleinement intégré au budget norvégien, le fonds souverain contribue annuellement au budget de l'État à hauteur de 4 % de ses retours sur investissement.

Le fonds norvégien se caractérise par un fort degré de transparence et affiche clairement sa stratégie d'investissement socialement responsable. Les investissements sont effectués exclusivement à l'étranger et doivent être conformes à des règles éthiques. En 2013, le fonds norvégien investissait 61.5 % dans les actions, 37 % dans les titres obligataires et 1 % dans l'immobilier. En plus de certains critères établis depuis plusieurs années pour exclure certaines entreprises de son portefeuille d'investissement, notamment des secteurs de l'armement ou du tabac, le fonds souverain a annoncé en février 2015 avoir retiré 32 compagnies charbonnières en 2014 pour cause de dommages climatiques.

Pour la période 2014-2016, le fonds souverain envisage surtout d'acquérir de manière croissante la pleine propriété des biens acquis et de prendre des participations dans des entreprises cibles. Le nombre d'entreprises dans lesquelles le fonds souverain norvégien possède plus de 5 % des parts devrait passer à plus de 100 en 2016.

Source : Site internet de Norges Bank Investment Management, <<http://www.nbim.no/>>.

De nouvelles stratégies d'allocation des actifs et de gestion de la rente par les fonds souverains

Diversification des investissements en matière géographique et en type d'actifs

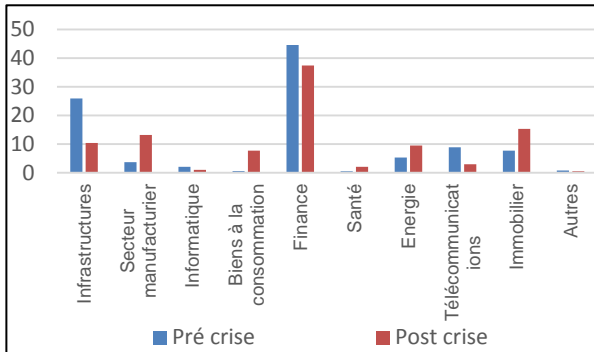
La crise financière de 2008 a marqué un tournant dans la stratégie d'investissement des fonds souverains. En 2008, environ 60 % des investissements directs engagés par les fonds souverains des pays du Golfe l'ont été dans des actifs financiers en difficulté (KPMG, 2013) et, entre 2007 et 2009, les investissements des fonds souverains sur les marchés financiers ont perdu 45 % de leur valeur (Kern, 2009).

Alors que les réserves de change sont restées substantielles au lendemain de la crise financière, de nombreux fonds souverains ont progressivement adopté des stratégies d'investissement dans des classes alternatives d'actifs, moins volatiles que le secteur financier, mais avec un retour sur investissement élevé à court terme (immobilier, services à l'énergie, industrie manufacturière⁶) – comme le démontre Alhashel (2014) dans une revue complète de la littérature sur les stratégies d'investissement des fonds souverains.

⁶ Voir Fei et Xu (2011).

Figure 2 : Investissements des fonds souverains par secteur

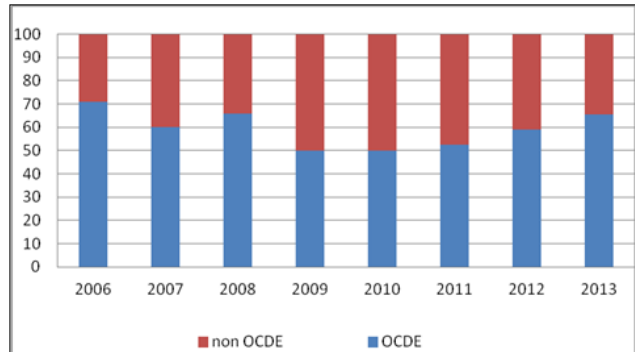
(en % du montant total)



Source : Fei et Xu (2011).

Figure 3 : Allocation géographique des investissements par les fonds souverains

(en % du total)



Source : Bocconi (2013).

Cette stratégie de diversification vers des actifs alternatifs permet de protéger l'économie nationale des fluctuations des cours du pétrole. L'investissement vers des actifs complémentaires s'inscrit dans le cadre de l'objectif principal de stabilisation. Au-delà des investissements dans des titres obligataires garantissant un revenu stable, l'investissement dans des actifs n'ayant pas de dimension cyclique (par exemple dans les secteurs pharmaceutiques, services à l'énergie ou immobilier) permet d'assurer un retour sur investissement plus élevé, dès lors que le cours du pétrole chute. En 2010, Qatar Investment Authority (QIA) expliquait par exemple sur son site sa prise de participation dans Veolia Environnement par cette logique de complémentarité (Fei et Xu, 2011).

Le fonds souverain du Koweït, Kuwait Investment Authority (KIA), l'un des plus anciens fonds souverains, est le 6^e plus important en 2014 en matière d'actifs gérés. Il possède à la fois un objectif de stabilisation et une mission d'épargne intergénérationnelle. Le fonds a historiquement été un investisseur prudent se tournant essentiellement vers les bons du Trésor et vers les pays développés. En 2005, ce fonds souverain a fondamentalement revisité sa stratégie d'investissement.

Conformément aux recommandations d'un auditeur externe, KIA a adopté une nouvelle stratégie d'allocation de ses actifs en 2005

avec pour objectif de doubler les volumes gérés d'ici 2015⁷. Ce but ambitieux suppose une optimisation du retour sur investissement qui a amené KIA à être plus présent sur les marchés émergents et à cibler des investissements directs dans le secteur privé et dans les actifs alternatifs (notamment immobilier). Entre 2004 et 2010, la part des investissements alternatifs est ainsi passée de 13 à 27 % du portefeuille total de KIA⁸.

Afin d'assurer la qualité de ses choix d'investissement et leur compatibilité avec sa mission principale de gestionnaire de la rente pétrolière, KIA a, dès 2006, accompagné la diversification de son mandat d'une réforme de sa structure organisationnelle. Cette réforme va dans le sens d'une plus grande spécialisation, à travers notamment la création de départements dédiés à la gestion d'actifs spécifiques, y compris les actifs alternatifs et les valeurs non cycliques.

De la même manière, SOFAZ, le fonds souverain azéri créé en 1999, est un fonds de stabilisation et d'épargne. Il investit traditionnellement dans des titres obligataires en euros, dollars ou yen. En octobre 2011, l'amendement 519 sur la « politique d'investissement du fonds souverain pétrolier de la République d'Azerbaïdjan » a élargi le mandat du fonds et autorisé l'investissement dans différentes devises (par exemple le yuan, le rouble, la livre turque entre autres), en ligne avec une ouverture vers de nouveaux pays et de nouveaux marchés (or et immobilier). Cette diversification a permis à SOFAZ de voir ses retours sur investissement augmenter de 0,9 % en 2010 et 2011 à environ 2 % pour 2012 et 2013⁹.

En matière de répartition géographique de leurs investissements, de nombreux fonds se sont tournés vers les marchés émergents en Asie, au Brésil ou en Russie depuis 2009, à l'image des fonds souverains norvégien ou singapourien. Cette tendance semble cependant s'essouffler depuis 2011, notamment en raison d'une croissance plus ralentie dans les pays émergents. En 2013, les principales régions d'intérêt pour les investissements directs des fonds souverains sont l'Europe (37 %), l'Asie Pacifique (18 %), mais aussi les pays d'Asie non pacifique tels que la Russie, l'Inde ou la Turquie (18 %) et les États-Unis (16 %) (Bocconi, 2013).

⁷ Kuwait Investment Authority, « New developments », <http://www.kia.gov.kw/En/About_KIA/New_Developments/Pages/default.aspx>.

⁸ The Sovereign Wealth Fund Initiative, « Fund profile: Kuwait Investment Authority », 2011, <http://fletcher.tufts.edu/~media/Fletcher/Microsites/swfi/pdfs/2012/profiles/KIA%20Fund%20Profile_v2.pdf>.

⁹ Voir le site de la SOFAZ, <http://www.oilfund.az/en_US/about_found/logo.asp>.

L'essor incertain des fonds souverains de développement

Avec l'exploitation de nouvelles ressources fossiles (offshore ou hydrocarbures non conventionnels), les projets de fonds souverains se sont multipliés ces dernières années, notamment en Afrique, où de nombreux pays comme l'Angola, le Nigeria ou le Ghana ont créé leur fonds souverains. Les fonds africains ne représentent que 2,2 % du montant total géré par les fonds souverains, mais plusieurs autres pays, à l'image de la Tanzanie, du Zimbabwe, du Mozambique ou de la Zambie envisagent de créer des fonds souverains dans les années à venir (Dixon et Monk, 2011). Les actifs de ces fonds seraient *a priori* orientés vers des objectifs de développement économique local.

Cette mission d'investissement local n'est pas spécifique aux nouveaux fonds souverains africains. On retrouve cet objectif de développement dans le mandat des fonds du Kazakhstan, de la Malaisie, des Émirats Arabes Unis ou encore de la Russie (Gelb *et al.*, 2014). La KIA affiche depuis 2005 un objectif de développement de l'économie locale en soutenant les secteurs financier et immobilier par le biais de financement de PME (KPMG, 2013). C'est aussi la stratégie adoptée par le fonds Temasek, qui a pour origine la stratégie initiale de développement de l'État de Singapour à travers l'investissement public et la création d'entreprises nationales (Raymond, 2009). Cette mission de développement local vient donc s'ajouter aux objectifs initiaux de stabilisation et d'épargne.

La stratégie du nouveau fonds nigérian s'inscrit dans une démarche de fonds de développement. Ce fonds (Nigeria Sovereign Investment Authority - NSIA) a été créé en 2011 et s'est substitué au précédent (Excess Crude Account). Il revêt un triple objectif de stabilisation, d'épargne et de développement. Avec une dotation initiale de 1 milliard de dollars, la NSIA a ainsi alloué 400 millions de dollars au fonds de stabilisation, 200 millions au fonds d'épargne et 400 millions au fonds pour les infrastructures. Seul ce dernier fonds dispose d'un mandat pour investir au Nigeria, les deux autres plaçant leurs actifs à l'international. En décembre 2014, les actifs du NSIA s'élevaient à 1,4 milliard de dollars. Cette division formelle des missions permet de protéger l'économie nigériane d'un surinvestissement au niveau local et de créer une complémentarité entre la mission de développement national et les deux objectifs macroéconomiques de stabilisation et d'épargne (Capapé, 2012).

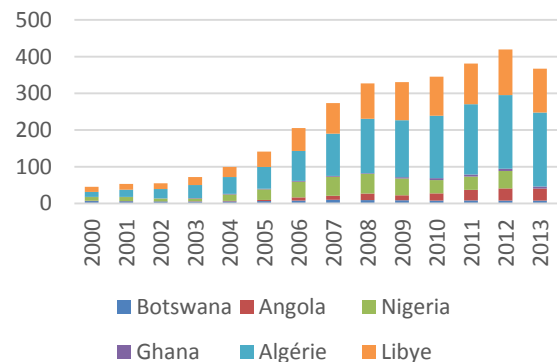
L'essor de ces fonds souverains en Afrique est lié à l'accumulation rapide des réserves de change depuis le début des années 2000. Cependant, avec la baisse des prix du pétrole ces derniers mois, de lourdes incertitudes pèsent sur la durabilité de ces réserves et sur l'avenir de ces jeunes fonds souverains.

Figure 4 : Les fonds souverains africains

Nom du fonds (année de création)	Montant des actifs (en mds\$)
Algérie (2000)	77,2
Libye (2006)	66
Botswana (1994)	6,9
Angola (2012)	5
Nigeria (2012)	1,4
Sénégal (2012)	1
Ghana (2011)	0,5
Gabon (1998)	0,4
Mauritanie (2006)	0,3
Guinée Équatoriale (2002)	0,1

Source : <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>

Figure 5 : Évolution des réserves de change des pays africains – en milliards de dollars



Source : Banque Mondiale

L'orientation des fonds souverains vers le développement local renforce les défis de gestion opérationnelle du fonds car elle suppose d'établir une stratégie coordonnée entre le gestionnaire du fonds, l'État et les acteurs institutionnels dédiés au développement. Elle nécessite une surveillance régulière des investissements pour qu'ils ne dépassent pas la capacité d'absorption de l'économie nationale et requiert donc le recours à un auditeur externe ou à la création d'un département dédié à ce contrôle. Le fonds Pula du Botswana, créé en 1994, a préféré se focaliser sur les objectifs de stabilisation et d'épargne et adopter une approche prudente, avec une gestion d'actifs liquides et obligataires. Ce fonds est souvent cité comme un exemple de réussite de gestion de ses revenus miniers en déclin et a cumulé des actifs représentant près de 40 % de son PIB.

Gelb *et al.* (2014) plaident pour que soient clairement distingués les rôles respectifs des banques de développement et des fonds souverains. Pour être efficace, l'allocation des actifs des fonds doit sélectionner uniquement les projets ayant un retour sur investissement suffisamment élevé, et non associés à des objectifs politiques. Ces critères de sélection doivent être établis dès la création du fonds. Le cas du fonds souverain angolais, créé en octobre 2012, reflète la fragilité des stratégies d'allocation des actifs dès lors que le développement économique devient une priorité politique. Ce fonds souverain vise une allocation diversifiée des actifs aux niveaux national et international. Il ne s'agit pas d'un outil de stabilisation mais son objectif est de diversifier l'économie. Le président de la République d'Angola dispose des pleins pouvoirs pour approuver la politique d'investissement du fonds, les budgets annuels et multi-annuels, les rapports de gestion opérationnelle et la stratégie annuelle d'investissement (GeoEconomica, 2014). Cette implication

forte du pouvoir politique fait craindre pour l'efficacité de la gestion des investissements.

Ainsi, ces stratégies de diversification vers de nouveaux types d'actifs et vers de nouveaux marchés s'inscrivant progressivement dans une logique d'optimisation ou de développement économique supposent une redéfinition du mandat des fonds souverains en général. Cette complexification de la stratégie d'investissement accroît également le besoin d'expertise financière mais aussi celui d'indépendance vis-à-vis du pouvoir politique des décisions d'investissement. Cette nouvelle stratégie d'allocation des actifs doit être accompagnée d'une évolution des structures organisationnelles des fonds souverains (Bauer et Rietveld, 2014).

Bilan des fonds souverains en matière de gouvernance et de stabilisation économique

Les principes de Santiago comme critères d'évaluation

Face à l'essor des fonds souverains et à la réorientation de leur stratégie d'investissement, la gestion des fonds souverains est devenue depuis 2008 une préoccupation majeure des institutions multilatérales (Commission européenne¹⁰, FMI et OCDE) en raison de leur taille et de leur capacité à perturber les marchés financiers.

En octobre 2008, 26 fonds souverains appartenant au groupe intergouvernemental de travail mis en place au sein du FMI ont élaboré un recueil de bonnes pratiques (Principes et Pratiques Généralement acceptées ou PPGA) dits principes de Santiago. Le groupe s'est également appuyé sur des contributions de la Banque Mondiale, de l'OCDE, de la Commission européenne et des représentants de plusieurs pays d'accueil dont la France, le Royaume-Uni, l'Australie et les États-Unis. En octobre 2014, 31 fonds souverains, dont les actifs cumulés représentent 4 000 milliards de dollars, se sont engagés à adopter ces principes (GeoEconomica, 2014).

Les principes de Santiago ont trois objectifs fondamentaux. Ils visent d'abord à garantir l'indépendance du fonds souverain par rapport au pouvoir politique. Ils instaurent une répartition des droits et obligations entre l'État actionnaire et les gestionnaires des fonds, privilégient les investissements liés à une rentabilité financière et favorisent la surveillance des fonds par les marchés financiers au niveau mondial. Le deuxième objectif est lié à l'amélioration du niveau de transparence des fonds à la fois sur la structure de leurs

¹⁰ Communication de la Commission européenne du 27 février 2008 sur une « Approche européenne commune en matière de fonds souverains », <http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_capital/mi00_03_fr.htm>.

actifs et sur leur stratégie. Ainsi, les PPGA prévoient que les fonds souverains affichent clairement leurs objectifs, leur cadre juridique et leur stratégie d'investissement ; ces éléments devant être déterminés en coordination avec les autres acteurs institutionnels du pays (notamment la Banque centrale et la Banque de développement). Enfin, les principes portent sur le cadre de gouvernance interne, sur l'application des normes et procédures favorisant la responsabilisation et l'indépendance opérationnelle de la direction du fonds souverain (voir Annexe I)¹¹.

Bien que leur mise en œuvre repose uniquement sur une approche volontaire, les critères élaborés dans le cadre des principes de Santiago permettent de surveiller l'évolution des structures régissant le fonctionnement des fonds souverains. Le degré de conformité des fonds avec ce code de bonne conduite, évalué annuellement par un auditeur externe, reste fortement hétérogène, comme le montre tableau ci-dessous.

¹¹ Pour une analyse complète des enjeux des principes de Santiago, voir Bertin-Delacour (2009).

Figure 6 : Indice de conformité avec les principes de Santiago (Santiago Compliance Index – SCI) en 2014

Fonds souverain	Note	Fonds souverain	Note
Parfaitement conformes (1800 milliards \$)		Partiellement conformes (2100 milliards \$)	
Petroleum Fund of Timor Leste	A	China Investment Corporation	C+
PRF/Economic and Social Stabilisation Fund (Chili)	A	Abu Dhabi Investment Authority	C+
Future Fund (Australie)	A-	GIC Private Limited (Singapour)	C+
New Zealand Superannuation Fund	A-	Khazanah Nasional Berhad (Malaisie)	C+
Government Pension Fund Global (Norvège)	A-	National Development Fund (Iran)	C+
Heritage and Stabilisation Fund (Trinidad et Tobago)	A-	Russia Direct Investment Fund	C
Alaska Permanent Fund	A-	Kuwait Investment Authority	C
Heritage Fund (Alberta/Canada)	A-	Libya Investment Authority	C
Plutôt conformes (475 milliards \$)		Non conformes (304 milliards \$)	
State Oil Fund of Azerbaijan	B+	Qatar Investment Authority	D
Pula Fund (Botswana)	B+		
Nigeria Sovereign Investment Authority	B+		
JSC National Investment Corporation (Kazakhstan)	B		
Temasek Holdings (Singapour)	B		
Reserve/National Wealth Fund (Russie)	B-		
Fundo Soberano de Angola	B-		

- Les fonds souverains National Pensions Reserve Fund (Irlande), JSC Samruk – Kazyna (Kazakhstan), Fondo Strategico Italiano et Oil Revenues Stabilisation Fund (Mexique) ne sont pas notés, alors qu'ils sont signataires des PPGA.
- Le SCI est fondé sur une évaluation de *GeoEconomica* qui prend en compte la divulgation réelle publique des informations requises dans les principes de Santiago.

Source : Geoeconomica, <<http://www.geoeconomica.com/index.php/newsreader-9/items/69.html>>.

Les fonds récemment mis en place tels que le fonds souverain chilien (2006) ou australien (2012) sont considérés comme étant parfaitement conformes aux principes de Santiago. Les fonds souverains du Nigeria et de l'Angola ont adopté les principes en juin dernier et auraient des pratiques plutôt en ligne. Ces résultats suggèrent que la mise en œuvre de ces recommandations semble être, dans une certaine mesure, plus facile au moment de la création du fonds, qu'en faisant évoluer une structure de gouvernance déjà bien établie.

Ce classement révèle aussi que les fonds souverains les plus puissants financièrement, particulièrement ceux des pays du Golfe comme le Koweït, le Qatar ou Émirats Arabes Unis, sont peu – ou pas – conformes avec ces principes. De nombreuses informations ne sont pas rendues publiques, telles que l'approche générale des opérations de financement, de retrait ou des dépenses du fonds

souverain (PPGA 4) ou la performance des actifs et des investissements (PPGA 23). Le cas du Koweït est particulièrement intéressant à cet égard, car la loi interdit toute divulgation d'informations sur les activités financières de la KIA¹². Ces pays révèlent donc encore peu d'éléments sur l'indépendance opérationnelle de leurs fonds souverains ou sur leur orientation financière ou économique.

Ce classement met ainsi en avant une forte disparité en matière de transparence et de gouvernance des fonds souverains. Il est aussi important de noter que certains fonds souverains non signataires des principes de Santiago ont également des niveaux de transparence très faibles, comme pour les fonds de l'Algérie, du Venezuela ou de Brunei¹³. Behrendt (2010) a par ailleurs démontré que la mise en œuvre des principes semble être globalement corrélée à la qualité des institutions de l'État hôte du fonds telle qu'estimée *via* l'utilisation de l'index de démocratie développé par le Economist Intelligence Unit.

Quelle efficacité pour les fonds souverains pétroliers dans le contexte actuel de repli des cours ?

La chute marquée des prix du pétrole ces derniers mois se traduit par un manque à gagner considérable pour les pays producteurs d'hydrocarbures qui s'élèverait à 375 milliards de dollars au total pour les pays de l'OPEP en 2015¹⁴. Avec un prix du pétrole en baisse de 60 % entre juin et décembre 2014 (de 115 à 46 dollars par baril), la plupart des pays exportateurs de pétrole ne sont pas en mesure de couvrir les dépenses publiques, qui pèsent aujourd'hui très lourd dans le budget, notamment pour répondre aux revendications sociales croissantes ou aux objectifs de développement des infrastructures. De nombreux pays producteurs vont donc accuser

¹² Selon l'Article 8 (de la loi n° 47 de 1982), « *The members of the Board of Directors, the employees of the Authority or any of those participating in any form in its activities, may not disclose data or information about their work or the position of the invested assets, without a written permission from the Chairman of the Board of Directors, and this prohibition remains in force even after cessation of the relation of the person with the business of the Authority* », <http://www.kia.gov.kw/En/About_KIA/Mission_Principles/Pages/default.aspx>.

¹³ Voir le Linaburg-Maduell Transparency Index du 3^e trimestre 2014, <<http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>>.

¹⁴ Hors Iran selon les données de l'Energy Information Administration

<<http://www.eia.gov/todayinenergy/detail.cfm?id=19231>

des déficits budgétaires importants en 2015 (FMI, 2015). Parmi ces pays, l'Arabie Saoudite prévoit un déficit de 39 milliards de dollars en 2015 ; mais la baisse des recettes pétrolières est loin de représenter une menace immédiate pour le Royaume, comme pour les autres pays du Golfe, tant les réserves financières cumulées dans leurs fonds souverains durant les dix dernières années sont importantes.

Cependant, plusieurs pays pétroliers sont fortement affectés par l'effondrement des prix pétroliers et ont fait appel à leurs fonds souverains pour atténuer les effets négatifs de la baisse des cours sur les économies, qui restent fortement tributaires des exportations d'hydrocarbures. Ainsi, l'économie russe, déjà largement affaiblie par les sanctions occidentales, subit de plein fouet l'effondrement brutal des cours du brut entraînant une forte dépréciation du rouble et des perspectives de croissance négative (-3 % de taux de croissance en 2015 selon le FMI, 2015). Le National Welfare Fund a notamment été sollicité pour soutenir plusieurs banques et compagnies russes en difficulté, notamment des entreprises dans le secteur énergétique telles que Rosneft et Novatek¹⁵. De la même manière, le Kazakhstan a annoncé en novembre dernier un versement annuel de 3 milliards de dollars entre 2015 et 2017 du National Fund (qui dispose d'un portefeuille d'actifs évalué à 77 milliards de dollars) pour soutenir l'économie¹⁶. Le Parlement iranien a aussi récemment approuvé le recours à 4.8 milliards de dollars issus du fonds souverain pour pallier l'effondrement des recettes pétrolières¹⁷.

La fonction de stabilisation de l'économie des fonds souverains redevient donc déterminante avec l'effondrement des cours du brut depuis juin 2014. Quelques études se sont penchées sur l'efficacité des fonds souverains en tant qu'outil de stabilisation, même si un bilan complet semble difficile à dresser à ce jour compte tenu de la récente création d'une grande majorité de fonds. L'étude de Davis *et al.* (2001) montre que les dépenses du gouvernement au Chili, au Koweït ou en Norvège sont découplées des fluctuations de prix de la ressource exportée. Fasano (2000) confirme ces résultats pour le Chili, mais trouve qu'à Oman, les dépenses du gouvernement sont fortement liées au prix du pétrole, en dépit de l'existence d'un fonds souverain. Ces auteurs concluent que les pays ayant adopté

¹⁵ Voir le graphique « Approved and Pending Requests to Russia National Welfare Fund (MWF) », <https://infogr.am/approved_and_pending_requests_to_russias_national_welfare_fund_nwf>.

¹⁶ Voir l'article de presse, « UPDATE 1-Kazakh Leader Orders Government to Open Oil Fund for Projects », *Reuters*, 11 novembre 2014, <<http://www.reuters.com/article/2014/11/11/kazakhstan-funding-idUSL6NOT10WM20141111>>.

¹⁷ Voir l'article de presse, « Iran to Spend up to \$4.8 bln from Sovereign Fund on Oil Development », *Reuters*, 24 février 2015, <<http://in.reuters.com/article/2015/02/24/iran-budget-oil-idINL5N0VY3C120150224>>.

des politiques de dépenses prudentes sont ceux qui ont établi un fonds pour les ressources non renouvelables, et sont donc des pays déjà vertueux dans leur discipline budgétaire. Shabsigh et Ilahi (2007) établissent que la mise en place d'un fonds pétrolier a tendance à réduire l'inflation et la volatilité macroéconomique. Ces résultats sont aussi confirmés par Bagattini (2011) qui prouve que la mise en place d'un fonds de stabilisation contribue à équilibrer la balance budgétaire du secteur non pétrolier et à réduire la dette publique. Il démontre aussi qu'un des facteurs clés de succès demeure étroitement lié à la stabilité des règles de gestion du fonds. Enfin, Sugawara (2014) montre que les pays ayant mis en place des fonds de stabilisation se caractérisent par une volatilité des dépenses bien moindre que dans les pays n'ayant pas eu recours à ce type d'instruments.

Une des principales difficultés identifiées par les fonds souverains reste liée au respect des règles opérationnelles régissant le fonctionnement du fonds, en cas de chocs exogènes et de fortes pressions budgétaires pesant sur la gestion du fonds. Dans les années 1980 et 1990, les règles régissant les fonds d'Alaska, d'Alberta, d'Oman et de Papouasie Nouvelle Guinée ont été amendées. Certains gouvernements ont ajusté vers le haut le prix de référence du brut (valeur à partir de laquelle les revenus sont déposés dans le fonds pétrolier), à l'image du Kazakhstan, de la Russie ou de Trinité-et-Tobago. Établi initialement pour contribuer au développement du secteur privé, le fonds de stabilisation iranien a souvent financé diverses dépenses du gouvernement, telles que les importations de produits raffinés en 2006 et 2007 ou le déficit public. Dans le cas du Tchad, les règles du fonds souverain ont été amendées à plusieurs reprises entre 1999 et 2006 par le gouvernement et le fonds pour les générations futures a finalement été aboli, provoquant un bras de fer sans précédent entre le gouvernement tchadien et la Banque Mondiale qui était à l'origine du dispositif mis en place pour la gestion de la rente pétrolière.

Il apparaît donc, comme le souligne Baude (2012), que la réussite d'un fonds souverain reste étroitement liée à la volonté politique et à l'existence d'un large accord parmi les entités politiques et économiques autour de la mise en place du fonds, qui engage le pays et sa politique budgétaire dans la durée. Ainsi, un fonds souverain sera un bon outil de gestion de la rente pétrolière s'il s'accompagne d'une discipline budgétaire stricte et d'une gouvernance solide avec une forte transparence autour du mode de gestion et de l'affectation des revenus (Raymond, 2009).

Conclusion

Les fonds souverains ont engagé un processus de redéfinition de leurs stratégies d'allocation des actifs afin de remplir non seulement des missions de stabilisation et d'épargne, mais aussi de maximisation du retour sur investissement et de développement. Cette évolution de l'investissement ne remet pas en question le rôle des fonds comme gestionnaires de la rente fossile mais révèle une ambition forte de devenir des acteurs financiers à part entière. Les nouvelles tendances quant à la stratégie d'allocation des actifs restent aujourd'hui incertaines. De nombreux fonds souverains sont également engagés dans un processus de transformation de leur gouvernance interne, révélant leur ambition sur le long terme.

Dans le contexte actuel de forte chute des cours du pétrole, la capacité de cette nouvelle stratégie d'investissements complémentaires à remplir une fonction de stabilisation sera mise à l'épreuve alors que, dans certains cas, la mutation des systèmes de gouvernance des fonds souverains n'est pas encore achevée. Certains fonds n'ont en effet pas encore atteint un niveau de spécialisation et d'indépendance suffisant pour gérer un portefeuille d'actifs plus complexe. Or les effets sur les économies des pays exportateurs de pétrole commencent à se faire sentir, notamment avec la forte dégringolade du rouble en Russie ou du Naira au Nigeria, ou encore avec l'annonce de réductions des salaires des fonctionnaires au Venezuela. Les pays du Golfe semblent être mieux armés financièrement à ce stade, avec les réserves considérables cumulées dans leurs fonds souverains ces dix dernières années, mais de nombreux autres fonds, surtout les plus récents, doivent faire face rapidement à ce déclin imprévu des recettes pétrolières.

Annexe 1 : Les principes de Santiago ou les Principes et pratiques généralement acceptées (PPGA)

- Le cadre légal des Fonds souverains doit être sain et promouvoir leur bon fonctionnement et la réalisation de(s) l'objectif(s) qui leur a (ont) été assigné(s).
- La finalité de la politique du Fonds souverain doit être clairement définie et rendue publique.
- Lorsque les activités du Fonds souverain ont une forte incidence macroéconomique interne, ces activités doivent être étroitement coordonnées avec les autorités budgétaires et monétaires locales, afin de veiller à sa concordance avec la politique macroéconomique générale.
- L'approche générale des opérations de financement, de retrait et de dépenses du Fonds souverains doit être soumise à des politiques, règles, procédures et dispositifs clairement établis et relevant du domaine public.
- Les données statistiques pertinentes du Fonds souverain doivent être communiquées en temps voulu à son propriétaire ou à toute autre entité désignée à cet effet, pour insertion en bonne et due forme dans les séries de données macroéconomiques.
- Le cadre de gouvernance du Fonds souverain doit être sain et prévoir une distinction précise et effective des rôles et attributions qui favorise la responsabilisation et l'indépendance opérationnelle de la direction du Fonds souverain qui la rendent apte à poursuivre ses objectifs.
- Le propriétaire doit fixer les objectifs du Fonds souverain, nommer les membres de son/ses organe(s) directeur(s) selon des procédures clairement définies et exercer la supervision des opérations du Fonds souverain.

- L'(es) organe(s) directeur(s) doit(vent) agir dans l'intérêt bien compris du Fonds souverain, avoir mandat explicite ainsi que les attributions et compétences nécessaires pour s'acquitter de ses/leurs fonctions.
- La gestion opérationnelle des Fonds souverains doit consister à appliquer leur stratégie de manière indépendante et avec des attributions clairement définies.
- Le cadre de responsabilisation des opérations du Fonds souverain doit être clairement établi dans les domaines relatifs à la législation, à la charte, à d'autres documents constitutifs ou à un accord de mise en gérance.
- Un rapport annuel et les états financiers y afférents, relatifs aux opérations et à la performance du Fonds souverain doivent être établis en temps voulu et de façon régulière, conformément aux normes comptables internationales ou nationales reconnues.
- Les opérations et les états financiers du Fonds souverain doivent faire régulièrement l'objet d'un audit annuel, conformément aux normes internationales ou nationales d'audit reconnues.
- Des normes professionnelles et déontologiques claires doivent être établies et communiquées aux membres de(s) l'organe(s) directeur(s), de la direction et du personnel du Fonds souverain.
- Les transactions avec des tiers aux fins de la gestion opérationnelle du Fonds souverain doivent reposer sur des considérations économiques et financières, et obéir à des règles et procédures précises.
- Les opérations et activités du Fonds souverain dans un pays d'accueil doivent s'effectuer conformément à la réglementation en vigueur et aux obligations de communication de l'information financière de ce pays.
- Le cadre de gouvernance et les objectifs, ainsi que le degré d'autonomie opérationnelle de la direction du Fonds souverain par rapport au propriétaire doivent être rendus publics.
- L'information financière pertinente afférente au Fonds souverain doit être rendue publique pour attester de son orientation économique et financière, afin de contribuer à la stabilité des marchés financiers internationaux et d'affermir la confiance dans les pays d'accueil.
- La politique d'investissement du Fonds souverain doit être explicite et conforme aux objectifs, au niveau de tolérance du risque et à la stratégie d'investissement arrêtés par le propriétaire ou l'/les organe(s) directeur(s) et reposer sur des principes sains de gestion de portefeuille.

- Les décisions d'investissement du Fonds souverain doivent viser à maximiser les rendements financiers corrigés des risques, conformément à sa politique d'investissement et sur la base de considérations économiques et financières.
- Le Fonds souverain ne doit pas rechercher ou mettre à profit des informations privilégiées ou une position dominante déloyale des entités publiques pour concurrencer les entités privées.
- Les Fonds souverains considèrent les droits de propriété de leur propriétaire comme un élément fondamental de la valeur de leurs prises de participation. Tout Fonds souverain qui décide d'exercer son droit de propriété doit le faire de manière compatible avec sa politique d'investissement et de façon à protéger la valeur financière de ses placements. Le Fonds souverain doit rendre publique son approche générale de la sélection de titres d'entités cotés en bourse, notamment les facteurs clés qui guident l'exercice de son droit de propriété.
- Le Fonds souverain doit être doté d'un cadre permettant d'identifier, d'évaluer et de gérer les risques inhérents à ses opérations.
- La performance des actifs et des investissements (en termes absolus et relatifs par rapport à des repères, le cas échéant) du Fonds souverain doit être mesurée et communiquée au propriétaire suivant des principes ou normes clairement définis.
- Une procédure régulière de revue de la mise en œuvre des PPGA doit être effectuée par le Fonds souverain ou en son nom.

Source : <http://www.iwg-swf.org/pubs/fra/gaplistf.pdf>.

Bibliographie

Alhashel, B., « Sovereign Wealth Funds: A Literature Review », *Journal of Economics and Business*, n° 10, 2014, p. 1-13.

Aoun, M-C., « Les ressources pétrolières et gazières du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord : bénédiction ou malédiction ? », in J. M. Chevalier et P. Geoffron (dir), *Les Nouveaux Défis de l'énergie. Climat, Économie, Géopolitique*, 2^e éd., Paris, Economica, 2011.

Banque de France, « L'évolution de la situation économique et financière internationale. L'essor des fonds souverains : quelles implications pour l'Afrique ? », *Rapport annuel de la Zone franc*, 2012.

Baude, J., « Étude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie », *Document de travail IEOM*, mai 2012.

Bauer, A. et Rietveld, M., *Institutional Structure of Natural Resource Funds*, New York, Revenue Watch Institute-Vale Columbia Center on Sustainable International Investment, avril 2014.

Behrendt, S., « Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where do they Stand? », *Carnegie Middle East Center Papers*, n° 22, mai 2010.

Bertin Delacour, C., *Les Fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*, Paris, Les Échos Éditions-Eyrolles, 2009.

Bocconi University, *The Great Reallocation: Sovereign Wealth Funds Annual Report 2013*, Milan, Centre on International Markets, Money, and Regulation, 2013.

Capapé, J., « Africa and Sovereign Wealth Funds », Working Paper, ESADE Centre for Global Economy and Geopolitics, 2012.

Chevalier, J.-M., « Les fonds souverains pétroliers », *Revue d'économie financière*, numéro hors-série, 2009.

Commission européenne, *Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions. Approche européenne commune en matière de fonds souverains*, Bruxelles, 2008.

Davis, J., Ossowski, R., Daniel J. A. et Barnett S., « Les fonds pétroliers : des problèmes sous couvert de solutions ? », *Finances et Développement*, décembre 2001, p. 56-59.

Dixon, A. et Monk, A., « What Role for Sovereign Wealth Funds in Africa's Development? », Centre for Global Development, *Oil-to-Cash Initiative Background Paper*, octobre 2011.

Fasano, U., « Review of the Experience with Oil Stabilisation and Saving Funds in Selected Countries », *IMF Working Paper*, WP/00/112, juin 2000.

Fei, Y. et Xu, X., *A Comparative Study on Sovereign Wealth Funds: Pre- and Post-crisis*, Shanghai Jiaotong University, Science Technology and Engineering, 2012.

Fonds monétaire international (FMI), *Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda*, Monetary and Capital Markets Department-Policy Development and Review Department, 2008.

Fonds monétaire international (FMI), « Learning to Live With Cheaper Oil Amid Weaker Demand », *Regional Economic Outlook*, Middle East and Central Asia Department, janvier 2015.

Gelb, A., Tordo, S. et Halland, H., « Sovereign Wealth Funds and Long-term Development Finance: Risks and Opportunities », Banque mondiale, *Policy Research Working Paper*, WPS6776, février 2014.

GeoEconomica, *Santiago Compliance Index 2014: Assessing the Governance Arrangements and Financial Disclosure Policies of Global Sovereign Wealth Funds*, Genève, octobre 2014.

Hassan, A.A., Papaioannou, M., Skancke, M. et Chih Sunh, C., « Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management », *IMF Working paper*, WP/13/231, 2013.

International Forum of Sovereign Wealth Funds, *2013 Report of the IFSWF Members' Experiences in the Application of the Santiago Principles*, Oslo, octobre 2013.

Kern, S., *Sovereign Wealth Funds: State Investments during the Financial Crisis*, Francfort, Deutsche Bank Research, juillet 2009.

KPMG, *Emerging Trends in the Sovereign Wealth Fund Landscape: Middle East*, mai 2013.

Kunzel, P., Lu, Y., Petrova, I. et Pihlman, J., « Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds: A Shifting Paradigm », *IMF Working paper*, WP/11/19, 2011.

Raymond, H., « Les fonds souverains », in CEPIL, *L'Économie mondiale 2010*, La Découverte, septembre 2009, p. 76-92.

Shabsigh, G. et Ilahi, N., « Looking Beyond the Fiscal: Do Oil Funds Bring Macroeconomic Stability ? », *IMF Working Paper*, WP/07/96, avril 2007.

Sugawara, N., « From Volatility to Stability in Expenditure: Stabilization Funds in Resource-Rich Countries », *IMF Working Paper*, n° 43, mars 2014.

Truman, E.M., « Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation? », in Peterson Institute for International Economics, *Brief*, septembre 2010.

Weiss, A., *Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress*, Congressional Research Service, septembre 2008.

Woertz, E., « Gulf Sovereign Wealth Funds in International Comparison », in E. Woertz (dir), *GCC Financial Markets: The World's New Money*, Gerlach Press, 2012.