

Les fonds souverains et la **nouvelle normalité**



Raffinerie de pétrole à Jubail, en Arabie Saoudite.

Mohamed A. El-Erian

Après la crise financière mondiale, les organismes d'investissement sous contrôle étatique sont bien placés face à des possibilités et des risques inédits

LES FONDS souverains, qui sont fondamentalement des organismes publics de placement à long terme, font partie des investisseurs les mieux à même d'opérer sur les marchés financiers après la crise mondiale. Mais eux aussi vont éprouver des difficultés à passer le cap d'une réorganisation sans doute longue et heurtée de l'économie mondiale.

Le résultat dépendra de l'efficacité avec laquelle ils investiront les richesses nationales au bénéfice des générations actuelles et futures. Il influera sur leur contribution à la stabilisation d'une économie mondiale fluide, dans laquelle les facteurs systémiques de la croissance, de l'emploi et de la création de richesses vont sensiblement et durablement évoluer.

Cet article traite trois grands sujets : les fonds souverains à la veille de la crise financière, leur situation actuelle et les conséquences pour l'avenir.

La crise

Trois faits principaux caractérisaient la situation d'ensemble des fonds souverains avant le paroxysme de la crise récente et les désordres

économiques et sociopolitiques généralisés qui ont suivi.

- Tout en restant des «capitalistes patients» et des investisseurs à long terme, les fonds souverains adoptaient progressivement une démarche audacieuse, caractérisée par une plus grande exposition aux risques de liquidité et de fonds propres.

- Ils étaient visiblement plus conscients de la sensibilité de certains pays industriels à l'acquisition par des étrangers d'actifs physiques nationaux. D'où l'accord collectif sur une série de principes facultatifs (appelés les Principes de Santiago) qui privilégient la transparence et la qualité des structures de gouvernance, des obligations en matière de réglementation et d'information, le caractère commercial des placements et la gestion des risques.

- Ils opéraient dans un contexte interne très porteur, fondé sur une forte croissance, l'accumulation continue d'importantes réserves de change et le crédit facile.

On estimait que tous ces éléments permettraient d'élever progressivement le rendement

corrigé du risque. Ils reflétaient aussi la croyance, alors répandue dans les secteurs privé et public, en une «grande modération» cyclique et séculaire de l'économie et des politiques publiques. L'expression «ni trop chaud, ni trop froid» (allusion au conte de Boucle d'Or) symbolisait cette période.

Comme presque toutes les sphères de la finance et de la politique économique, les fonds souverains ont été pris de court par l'assèchement général de la liquidité et des financements qui a suivi la faillite chaotique de la banque d'affaires de Wall Street Lehman Brothers en septembre 2008. Du jour au lendemain, tandis que de multiples marchés se fermaient, les investisseurs du monde entier étaient touchés par la réévaluation brutale de tous les facteurs de risque, en particulier le risque de liquidité. Dès lors, les marchés ont été frappés, à des degrés divers mais de façon sensible, par le syndrome du «blocage soudain».

Les services financiers se trouvant au cœur de la tempête, les participations directes des fonds souverains dans des sociétés financières ont particulièrement souffert, d'autant que quelques-uns venaient d'injecter des capitaux dans de grandes banques occidentales. Parallèlement, au lieu de continuer à bénéficier d'importantes entrées nettes, certains fonds ont été sollicités pour aider d'autres entités nationales (et parfois régionales), confrontées à des besoins de liquidités soudains et pressants.

Effondrement du rendement des placements

Il en est résulté un bouleversement pour les fonds souverains dans la période de six mois terminée en mars 2009 : les rendements sont devenus très négatifs; les liquidités, les garanties et les contreparties ont constitué la priorité absolue de la gestion des risques; quelques difficultés de trésorerie sont apparues; des décisions stratégiques majeures ont été différées en attendant qu'on y voie plus clair sur le système financier mondial et son avenir.

Plus généralement, la paralysie des marchés mondiaux a donné un coup d'arrêt à l'évolution à plus long terme de la gestion actif-passif des économies émergentes — qui avait conduit nombre de pays et de régions d'importance systémique à passer progressivement d'une reconnaissance tardive de leur enrichissement à des rachats de dettes, puis à une gestion d'actifs plus sophistiquée. En attendant de pouvoir mieux discerner les changements de l'économie mondiale, plusieurs économies émergentes ont jugé préférable de différer le passage aux phases suivantes de leur propre évolution, ce qui impliquait souvent une révision profonde de leur mode de gestion (y compris l'abandon des contrôles directs au profit d'une utilisation beaucoup plus grande d'instruments indirects).

La manière dont beaucoup de pays industriels perçoivent les fonds souverains a également beaucoup changé. En particulier, ceux qui leur déconseillaient de prendre des participations directes dans leurs entreprises ont commencé à les solliciter activement pour contrecarrer l'effet très déstabilisant du désendettement du secteur privé. C'était un tournant. On a demandé instamment aux fonds souverains de contribuer à la recapitalisation de sociétés privées, soit en injectant de l'argent frais, soit en échangeant des créances de premier rang contre des instruments situés à un niveau inférieur du passif.

Les fonds souverains aujourd'hui

Quels sont les principaux problèmes des fonds souverains après la crise financière mondiale? Pour le savoir, il faut analyser la situation économique actuelle et ses probabilités d'évolution.

Grâce à un apport massif de capitaux et de liquidités publics — effectué en faisant flèche de tout bois, surtout dans les économies avancées —, le système financier a amorcé une normalisation en 2009. Les principaux marchés, notamment à court terme et au jour le jour, ont recommencé à fonctionner normalement; les entreprises ont pu obtenir de nouveaux fonds grâce à l'émission d'obligations; enfin, la confiance s'est rétablie dans les rapports entre contreparties, en nombre il est vrai réduit.

Le cœur du système financier mondial a surmonté la grave crise traversée après le 15 septembre 2008, date de la faillite de Lehman Brothers. C'est la bonne nouvelle, fruit des réactions audacieuses et imaginatives des pouvoirs publics.

Pourtant, compte tenu de la gravité des événements de 2008–09, cette hardiesse n'a pu compenser entièrement les dommages infligés à d'autres parties de l'économie mondiale. La croissance et le commerce international ont souffert, le chômage s'est envolé et, contrairement aux crises du passé, les pays industriels ont été durement touchés.

La crise financière a sapé le prestige et la crédibilité du modèle économique anglo-saxon qui avait guidé la convergence mondiale.

Inévitablement, la riposte hardie des autorités comportait des risques et des conséquences imprévues. Des considérations non commerciales ont commencé à influencer sur le fonctionnement et l'évaluation de marchés importants, dont celui des titres adossés à des créances immobilières aux États-Unis. Des actifs privés ont beaucoup gonflé les bilans des banques centrales. La dette publique a rapidement augmenté, les États dépensant sans compter pour soutenir l'activité alors que les recettes fiscales fléchissaient. Ces «dommages collatéraux» sont devenus eux-mêmes des facteurs importants pour les marchés et les économies. On le voit bien en Europe, où la crise de la dette a entraîné des désordres régionaux exigeant une puissante réaction de l'Union européenne et de la Banque centrale européenne, avec un fort appui du Fonds monétaire international.

La crise financière mondiale a débouché sur une nouvelle phase pluriannuelle de la dégradation en série des bilans. Aux inquiétudes à propos du secteur privé ont succédé des craintes justifiées vis-à-vis des bilans publics des pays industriels. Le risque souverain est à l'ordre du jour et la réglementation mouvante. L'intégrité de grandes institutions est menacée. Le niveau élevé du chômage structurel constitue une préoccupation politique, économique et sociale.

La nouvelle normalité

La montée de l'endettement public, en valeur absolue et en pourcentage du PIB, est une composante importante de ce que nous appelons à PIMCO la «nouvelle normalité». Même s'il est trop tôt pour en prévoir tous les aspects, certains sont déjà perceptibles.

Dans les trois à cinq prochaines années, on assistera probablement à de grands changements :

- une baisse du taux de la croissance tendancielle des pays qui misent beaucoup sur le secteur financier;
- la persistance d'un chômage élevé dans les pays industriels, suivie d'un lent retour à un taux naturel supérieur, dans le contexte d'une protection sociale fragilisée;
- un passage spectaculaire du libéralisme sans frein à une plus grande intervention de l'État;
- une divergence accusée entre pays du centre et de la périphérie, surtout dans la zone euro;
- une réduction notable, d'origine réglementaire, des prises de risques par les banques.

La crise financière mondiale de 2008–09 marque la fin de la grande période de l'endettement et de la permissivité du crédit, pendant laquelle les gens ont cru pouvoir faire des achats importants sur la base du revenu attendu dans un avenir lointain et d'une forte appréciation. Personne ne croit plus que l'éco-

Plusieurs fonds souverains ont déjà bien avancé dans la formulation et l'application d'une allocation prospective des actifs à l'échelle internationale.

nomie tirée par la finance représente une phase supérieure et plus stable du développement. En outre, comme plusieurs pays émergents d'importance systémique ont décollé, le monde doit organiser un réalignement à long terme des économies.

Cette nouvelle normalité atténuera plus encore les distinctions traditionnelles entre pays industriels et émergents. Elle implique sans doute un changement graduel de la nature des États-Unis : cette économie, dont le fonctionnement est dominé par sa dimension et sa fermeture, deviendra plus ouverte et plus sensible à l'évolution du reste du monde.

La crise financière mondiale a aussi sapé le prestige et la crédibilité du modèle économique anglo-saxon, qui privilégie la libéralisation, la déréglementation, l'interdépendance et la liberté des marchés, et qui avait guidé la convergence mondiale. En l'absence d'une autre référence, les tensions accrues liées à la nouvelle normalité pourraient interrompre, voire inverser, certains aspects de la mondialisation.

Conséquences pour les investisseurs publics

L'ensemble de ces facteurs modifie grandement le contexte où opèrent les investisseurs mondiaux, y compris les fonds sou-

verains. Il appelle une révision des stratégies de placement, de gestion des risques et de fonctionnement opérationnel. Cela exigera de difficiles adaptations du dosage optimal des ressources humaines, techniques et analytiques ainsi qu'une meilleure communication avec les parties prenantes économiques et politiques (dont les États et la société en général).

Les fonds souverains disposent d'un avantage pour gérer le parcours chaotique vers la nouvelle normalité : compte tenu de la stabilité de leurs capitaux et de leurs objectifs à long terme, ils sont très bien placés pour être les premiers à agir. En fait, la question ne doit pas être de savoir s'ils sont capables de poursuivre cette stratégie, ce qui est indéniable, mais s'ils ont la volonté de le faire. Les contraintes qu'elle impose mettront à l'épreuve la réactivité de leurs structures de gouvernance, la solidité de leurs mécanismes de placement ainsi que l'efficacité de leur communication interne et externe.

Les structures de *gouvernance* devront réagir à une conjonction de changements cycliques et séculaires, en passant graduellement de la «défensive» à l'«offensive».

Plus fondamentalement, les organes de direction devront donner des orientations claires pour que les gestionnaires des fonds souverains puissent répartir leurs actifs dans une optique prospective, tout en s'appuyant sur une gestion rigoureuse de la trésorerie, des contreparties et des garanties.

En outre, des dispositifs pragmatiques de gestion des risques devront ajouter à la diversification classique des catégories d'actifs une gestion ciblée et efficiente des risques extrêmes — ces événements rares aux conséquences catastrophiques.

Il faudra que les organes de direction des fonds souverains puissent compter sur des collaborateurs formés à l'analyse prospective et à la technologie. Ils devront aussi jouer un rôle important de protection pour résister aux pressions en faveur d'activités non commerciales sur le plan interne, régional et international.

On ne peut bâtir du jour au lendemain des structures réactives de *gestion des placements*. Il faut pour cela consacrer des efforts importants et durables à la mise en place de processus dynamiques garantissant que les décisions de placement s'appuient sur des convictions et des fondements relativement solides.

Pour bien effectuer le parcours difficile vers la nouvelle normalité, on doit d'abord être fort sur le plan défensif, grâce à une gestion prudente des liquidités, des contreparties et des garanties. Les investisseurs seront alors plus confiants pour saisir les occasions qui s'accordent bien à l'aptitude supérieure des fonds souverains à gérer le risque de liquidité. Ainsi, lorsque les valorisations sont déjà perturbées, la montée des prix correspondra aux réalités de la nouvelle normalité, et on peut distinguer des catalyseurs à court terme qui accompagnent cette appréciation, éliminant l'écart de valorisation entre facteurs techniques et fondamentaux.

Comme Donald Sull (Sull, 2009), de la London Business School, l'a très bien montré dans son étude détaillée, la préparation à la nouvelle normalité exige aussi *adaptabilité et souplesse institutionnelles*.

Sur ce plan, les fonds souverains éclipsent en principe beaucoup de leurs homologues. Ainsi, plusieurs d'entre eux, insensibles aux facteurs qui forcent de nombreux investisseurs

à privilégier les placements nationaux, sont déjà bien avancés dans la formulation et l'application d'une allocation prospective des actifs à l'échelle internationale.

Ces considérations ne doivent jamais faire oublier que les fonds souverains opèrent dans un contexte sociopolitique complexe, chez eux et à l'étranger. Ils doivent gagner la confiance des autorités politiques et de toute la société. C'est indispensable au contrat implicite que représente la gestion de placements dans le secteur public.

On reconnaît de plus en plus le rôle crucial de la *communication* pour assurer l'adhésion de la population, dans les bonnes comme dans les mauvaises périodes. La crise financière mondiale a bien montré la nécessité de créer les conditions permettant au personnel politique, et à d'autres, de savoir ce qui se passe dans les portefeuilles des fonds souverains. Il faut pour cela informer plus que jusqu'à présent, et plusieurs fonds suivent déjà cette voie.

Une bonne communication et des garde-fous réglementaires minimisent le risque de captation des fonds souverains par des intérêts particuliers. La solution est une plus grande clarté d'informations données en temps utile sur leurs objectifs, leur stratégie globale et leur mode d'évaluation à moyen terme.

Nécessité d'un remodelage

Après la crise financière, le monde connaît de fortes perturbations cycliques et d'importants réalignements séculaires.

Dans la voie semée d'embûches vers la nouvelle normalité, une refonte de la quasi-totalité des composantes de l'économie mondiale s'impose.

Même si les fonds souverains n'ont pas été complètement épargnés par la crise, ils se sont bien redressés, et l'ensemble est en mesure de s'adapter à la nouvelle normalisation. Leur stratégie patiente, leur poids financier et leur vision à long terme leur donnent l'avantage sur presque tous les autres investisseurs mondiaux.

Il n'est nullement assuré qu'ils l'exploitent. La réussite nécessitera une amélioration constante de leur réactivité institutionnelle face aux défis de la gouvernance, des modes de placement et de la communication.

Cela ne sera pas facile. Certains fonds souverains s'éloigneront peut-être de leur zone opérationnelle de confort, ce qui est risqué. Mais, au vu de l'importance des changements en cours et prévisibles de l'économie mondiale, continuer comme avant serait encore plus périlleux. ■

Mohamed A. El-Erian est Directeur général et Codirecteur financier de la société internationale de placement PIMCO. Cet article exprime les opinions de l'auteur, qui ne sont pas nécessairement celles de PIMCO.

Bibliographie :

Sull, Donald, 2009, *The Upside of Turbulence: Seizing Opportunity in an Uncertain World* (London: Harper/Collins Press).



Glossaire du FMI : anglais–espagnol–français

Services linguistiques du Fonds monétaire international

La septième édition du Glossaire du FMI : anglais–espagnol–français contient plus de 4.000 entrées très utiles pour les traducteurs de documents du FMI.

Le corps de ce glossaire comprend des termes qui s'utilisent fréquemment dans les domaines de la macroéconomie, de la monnaie et de la banque, des finances publiques, de la fiscalité, de la balance des paiements, des statistiques, de la comptabilité et du développement économique. Les appendices contiennent une liste des unités monétaires des pays, un organigramme du FMI et des index en français et en espagnol.



49 \$. Broché.

ISBN 978-1-58906-645-8. Code de référence GLOEA2007001

Pour commander, voir www.imfbookstore.org/glossaries