

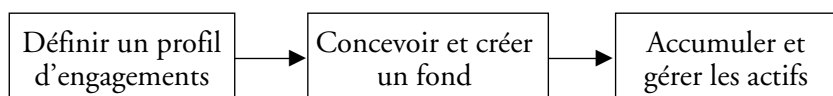
FONDS SOUVERAINS : DÉFINIR LES ENGAGEMENTS

ANDREW ROZANOV *

Définir un profil d'engagements ou de risque est probablement l'étape la plus importante dans la conception et la gestion de tous les fonds. En règle générale, pour les fonds traditionnels (par exemple les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les fondations, les fonds de dotation...), les principaux acteurs savent exactement - ou au moins avec un degré élevé de confiance - à quelles fins, quand et combien d'argent sera nécessaire. Se pose alors la question de l'optimisation des paramètres fondamentaux ci-dessous, afin d'être sûr de faire face à ses engagements dans l'avenir :

- la politique de collecte et de financement ;
- la stratégie d'allocation d'actifs ;
- la tolérance au risque et les budgets ;
- les contraintes.

En d'autres termes, la séquence des événements est la suivante :

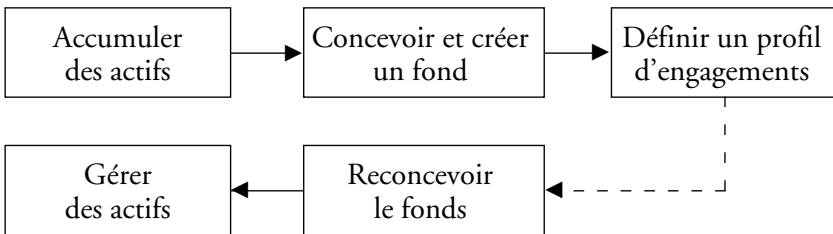


Cependant, en ce qui concerne les fonds souverains, ce n'est pas toujours le cas. Parfois - et notamment pour les économies exportatrices de matières premières - les autorités se trouvent confrontées à des revenus aussi importants qu'inattendus qui proviennent d'un choc positif sur les termes de l'échange. Elles réagissent souvent en affectant

* Directeur gérant, State Street Global Markets.

et en accumulant *offshore* au moins une part de ces recettes, principalement à des fins de stérilisation, mais aussi pour prévenir une volatilité potentielle des recettes budgétaires.

Très vite, ce qui était au début un dépôt auprès de la Banque centrale ou un compte spécial du Trésor est reconfiguré en une structure distincte, un fonds doté de sa propre identité, son système de gouvernance et sa réglementation. Puis, comme les actifs continuent de s'accumuler au-delà de l'objectif initialement défini, les autorités peuvent prendre du recul et élargir les objectifs, le modèle et la structure du fonds, ce qui conduit généralement à une forme de répartition entre une tranche de liquidités et une tranche d'investissements à plus long terme. Celle-ci résulte le plus souvent d'une étude sérieuse des risques d'investissement, qui aide les autorités à définir la meilleure stratégie d'allocation du fonds, lequel est ensuite réaménagé et géré en fonction de ces allocations. En d'autres termes, la séquence mentionnée précédemment est renversée, avec un processus de « normalisation » à la fin¹ :



306

Cette comparaison présente des implications intéressantes pour l'ensemble du secteur de la finance. Par exemple, les consultants en investissements, les gérants de fonds et autres prestataires de services ont été pendant très longtemps une partie intégrante du marché des pensions. En effet, il serait très inhabituel pour un fonds de pension d'être lancé et géré sans une participation importante et le soutien appuyé de tels spécialistes.

Par contre, il n'est pas rare que des fonds souverains soient lancés, et opèrent initialement par eux-mêmes pendant une période assez longue. Il est vrai qu'ils peuvent s'attacher à leurs débuts les services de quelques gérants extérieurs pour de petites parties de leur portefeuille à des fins de formation, de transfert de compétences et de *benchmarking*. Mais ce n'est qu'après une forte croissance - en termes de taille des actifs, de maturité et de sophistication de leur organisation - qu'ils font habituellement appel à des consultants en investissements, gérants extérieurs et autres spécialistes d'une manière importante et structurée.

Des profils d'engagements différents donnent naissance à différents types et structures de fonds :

- fonds de stabilisation ;
- fonds pour les générations futures (connu aussi comme fonds de donation ou d'héritage) ;
- fonds publics de réserve pour les retraites ;
- organismes de gestion des réserves de change ;
- fonds publics de développement ;
- holdings publiques d'investissement.

Certains fonds souverains combinent plusieurs de ces caractéristiques en une seule entité : par exemple, dans le cas de la Norvège, outre la principale fonction de solidarité intergénérationnelle, le fonds remplit également des fonctions de stabilisation et de stérilisation et fait également office de réserve pour les retraites. Mais en principe, différents profils d'engagements engendrent des entités et des structures différentes (par exemple, les fonds GIC et Temasek de Singapour). Ils se traduisent aussi par des différences importantes dans le ratio risque/rendement, les allocations d'actifs, les choix d'investissement, les tolérances au risque et les contraintes.

Avant d'examiner comment les différents profils d'engagements (stratégies d'allocation) influent sur les divers aspects des opérations et de la gestion de différents fonds souverains, il importe de souligner que les fonds de stabilisation constituent une classe à part et sont différents de tous les autres types de fonds. La raison en est que les fonds de stabilisation ont pour fonction première la gestion du risque, alors que tous les autres fonds sont gérés principalement dans une perspective de rentabilité à long terme et de maximisation de la richesse. Les fonds de stabilisation ne sont pas créés pour générer des retours sur investissements, mais pour protéger le budget et l'économie en général d'une volatilité excessive, de l'inflation, du syndrome de *Dutch disease* et des autres menaces macroéconomiques. En cela, ils sont très semblables aux réserves des banques centrales, qui sont principalement gérées en vertu d'impératifs de sécurité et de liquidité, et accessoirement d'un retour sur investissement marginal. Ce n'est donc pas une coïncidence si les banques centrales en viennent souvent à gérer des fonds de stabilisation classiques à côté des réserves de change traditionnelles. Nous étudions ci-dessous comment cette similitude se traduit par certains choix de rendement.

Examinons maintenant comment différents profils d'engagements peuvent affecter la perception du risque d'investissement. Quiconque a un minimum de connaissances financières conviendra qu'en principe, les actions sont une classe d'actifs plus risquée que les obligations à court terme et les liquidités. Ce serait sans doute la conviction d'un

gérant de fonds de stabilisation classique. Placer ne fût-ce qu'une petite partie en actions cotées, sans parler d'instruments illiquides, serait très risqué et potentiellement irresponsable. Cette conviction est la conséquence directe des engagements du fonds, qui sont contingents et plutôt de court terme par nature.

Mais ce qui pourrait être considéré à juste titre comme très risqué et potentiellement irresponsable pour un fonds de stabilisation pourrait facilement être considéré comme avisé et prudent pour un fonds de gestion d'actifs à long terme. En particulier, pour un fonds qui a un horizon d'investissement de plusieurs décennies, sans versements périodiques à effectuer, et un objectif d'engagements très important au terme de son mandat, investir principalement dans des actifs sans risques, « sûrs », serait certainement sous-optimal. En fait, investir principalement dans des actifs « sûrs » serait plus que risqué ; ce serait, en fait, avoir la certitude de ne pas être en mesure de pouvoir atteindre ses engagements très importants à l'échéance. Au contraire, dans un tel cas, un investisseur prudent doit constituer un portefeuille largement diversifié, en investir la majeure partie dans des actifs qui sont traditionnellement considérés comme « risqués » : actions cotées et non cotées, obligations *investment* et *sub-investment grade*, marchés émergents, immobilier, capital-risque, fonds d'infrastructure et fonds spéculatifs, entre autres choses. Une fois encore, ceci est la conséquence directe des engagements du fonds qui sont, par nature, de long terme et qui ont donc vocation à collecter toutes sortes de primes de risque.

Voyons ensuite comment différents profils d'engagements peuvent influencer sur les préférences de rendement. Plus précisément, faut-il s'intéresser aux rendements nominaux ou réels ? Et faut-il s'attacher aux rendements en monnaie nationale ou en devises étrangères ? Les réponses à ces questions dépendent du véritable profil d'engagements du fonds. Par exemple, comme nous l'avons dit plus haut, les fonds de stabilisation sont généralement gérés de la manière la plus conservatrice qui soit, à l'instar des réserves des banques centrales. C'est pourquoi, à l'instar des réserves de change classiques, ils se calent sur les rendements nominaux en devises étrangères, et non sur des rendements réels en monnaie nationale.

Au départ, cela semble aller contre l'intuition. Mais il est exact que les banques centrales ne ciblent pas habituellement le pouvoir d'achat réel des réserves de change. En fait, ce qui leur importe c'est le niveau de « puissance de feu » que ces réserves leur fourniront lors de leurs interventions sur les marchés des changes en cas de crise. C'est la raison pour laquelle elles opèrent en termes nominaux plutôt que réels, et elles se focalisent sur les rendements en devises. On pourrait soutenir

qu'un fonds de stabilisation devrait agir autrement, car lorsque le moment sera venu de « boucher un trou » dans le budget, l'argent sera utilisé pour des dépenses réelles libellées en monnaie nationale. Alors, pourquoi se focaliser sur les rendements nominaux en monnaies de réserve ?

Pour répondre à cette question, il faut prendre du recul et envisager les engagements réels du fonds de stabilisation. Dans un pays exportateur de matières premières, le budget dépend essentiellement de deux variables : le prix de la principale matière première et le taux de change. Les engagements du fonds sont actionnés lorsque le prix du produit tombe en dessous d'un certain seuil, auquel le budget n'est plus à l'équilibre. L'objectif du fonds est en effet de rétablir l'équilibre budgétaire en monétisant une partie de ses actifs et d'injecter dans le pays les montants exacts nécessaires pour cela. Le fonds est largement indifférent à ce que ces montants puissent acheter plus ou moins de biens et de services en termes réels. Sa seule préoccupation est de disposer de suffisamment de fonds, en termes nominaux, pour refinancer le budget.

Une question plus intéressante peut être posée : pourquoi se focaliser sur les devises si les engagements finaux du fonds sont en fin de compte, tout comme le budget, en monnaie nationale ? La première réponse intuitive est que les actifs du fonds sont, en réalité, un substitut pour la matière première d'exportation qui est, elle-même, libellée en devises. Mais il peut être intéressant de creuser un peu plus la question des changes.

La plupart des économies émergentes exportatrices de matières premières ancrent leurs devises au dollar ou à un panier de devises, ou s'emploient à en rester proches. Ce qui permet aux fonds de stabilisation de tels pays de penser qu'il n'y aura que peu, ou pas du tout, de risques de change dans son profil d'engagements. La seule hypothèse où la question du change pourrait poser problème serait de voir la monnaie nationale flotter librement et s'apprécier contre la monnaie de réserve. Alors, le scénario catastrophe serait une chute du prix de la principale matière première d'exportation en dessous du seuil prévu au moment où la monnaie nationale s'est appréciée. Le fonds devrait alors monétiser davantage de ses actifs pour couvrir à la fois la baisse des revenus d'exportation et la moindre valeur nominale de ses réserves de change. Cependant, un tel scénario ne semble guère probable. Une forte baisse des prix des matières premières à l'exportation et des recettes représenterait un choc négatif des termes de l'échange et donc - *ceteris paribus* - devrait faire baisser la monnaie nationale.

Donc, après réflexion, le profil d'engagements type d'un fonds de stabilisation fait qu'il est parfaitement normal que celui-ci soit géré

d'une manière très semblable aux réserves d'une banque centrale : sécurité et liquidité d'abord, rendement marginal - en monnaies de réserve nominales - ensuite. Cependant, à notre avis, la situation est très différente pour la plupart des autres types de fonds souverains, dont la gestion devrait être aux antipodes de celle-ci. Ceci découle de la nature de leurs engagements, qui sont réels et libellés en monnaie nationale.

Un fonds de dotation doit normalement assurer un certain montant de dépenses annuelles, tout en préservant parallèlement la valeur réelle du principal pour pouvoir assurer ce service dans l'avenir. Les engagements d'un fonds de pension sont également réels, puisqu'il va effectuer des paiements à des retraités sur la base d'une formule qui tient compte des revenus réels et de l'inflation. Les fonds de développement et les holdings publiques ont également des objectifs de rendements réels : qu'ils appuient le développement d'un secteur particulier ou cherchent à améliorer la performance opérationnelle des entreprises publiques, ils visent une croissance réelle, de véritables progrès de productivité et une amélioration des pratiques économiques et industrielles. Que les autorités décident de conserver leurs investissements à long terme pour obtenir des dividendes réguliers, ou qu'elles décident de se désengager de ces investissements, le produit de ces opérations sera de toute façon utilisé pour acquérir des biens et des services réels. Et, naturellement, tous les engagements réels décrits précédemment seraient comptabilisés en monnaie nationale. Sur la base de cette description des engagements des fonds souverains, il nous faut examiner comment ils se traduisent dans les opérations et la gestion de certains des plus grands fonds qui existent actuellement.

La nature réelle de tels engagements apparaît totalement incorporée dans les objectifs explicites et les *benchmarks* définis par ces fonds. Par exemple, le Government of Singapore Investment Corporation (GIC) utilise la moyenne des taux d'inflation du G3 (États-Unis, Japon et Union européenne) comme le *benchmark* de l'ensemble de son fonds². Le Kuwait Investment Office (KIO) inscrit parmi ses principaux objectifs le maintien de la « valeur réelle » de son Future Generation Fund³. Le fonds norvégien a un objectif implicite de rendement réel en raison de la « règle fiscale » qui prévoit que les transferts du fonds au budget sont plafonnés au rendement réel attendu des actifs du fonds⁴. En 2006, la Norvège a réaffirmé son objectif de rendement réel en changeant le nom du fonds de « Petroleum Fund » en « Government Pension Fund-Global ». Même les banques centrales qui ont à gérer un quasi-fonds souverain, à savoir d'importants excédents de réserves ou un très gros excédent budgétaire, s'efforcent de gérer ces « surplus » avec un objectif de rendement réel. Un bon exemple est l'Autorité

monétaire de Hong Kong, qui a fixé un objectif de rendement réel pour son Investment Portfolio (par opposition à son Backing Portfolio), qui doit « réaliser un retour sur investissement qui préserve le pouvoir d'achat à long terme du fonds »⁵.

Si la nature réelle des engagements des fonds souverains semble bien inscrite dans les objectifs et les opérations de divers fonds, le choix entre les investissements étrangers ou domestiques, et l'exposition au risque de change ne sont pas aussi bien définis. Par exemple, la Norvège a traditionnellement cantonné les investissements de son Petroleum Fund dans les marchés étrangers. C'est là un héritage des fonctions initiales du fonds - à savoir, la stérilisation monétaire et la stabilisation du budget. Mais ceci convient également pour la mission de solidarité intergénérationnelle du fonds : il transforme simplement son exposition à la volatilité du pétrole en une exposition beaucoup plus équilibrée et diversifiée à l'économie mondiale au sens large. Cependant, pour celui qui étudie les fonds souverains, le modèle norvégien soulève deux questions.

En tant que fonds intergénérationnel fortement axé sur le paiement des retraites, ses engagements doivent, par définition, être libellés en couronnes norvégiennes. Mais l'ensemble de ses actifs est investi à l'étranger et libellé en devises étrangères. N'y a-t-il pas là des disparités potentiellement importantes entre les monnaies ?

Dans le cas de la Norvège, on pourrait faire valoir qu'elle est partiellement protégée contre un tel déséquilibre de deux manières. Premièrement, après la réorganisation de 2006, le Government Pension Fund-Global a désormais une composante en monnaie nationale, qui est l'ancien National Insurance Scheme. À la fin du premier semestre 2008, celui-ci représentait environ 5,5 % du total et était essentiellement investi en dépôts, obligations et actions domestiques⁶. En second lieu, la Norvège dispose d'un secteur de pensions privées qui se caractérise par une exposition significative aux actifs nationaux et à la monnaie nationale.

Cependant, pour l'économie d'un marché émergent qui ne dispose ni d'un système développé de pensions privées, ni d'un système public adéquatement financé, copier le modèle norvégien pourrait conduire précisément à un tel déséquilibre de change. En outre, la situation pourrait être aggravée encore par le fait que cet énorme pari monétaire implicite aurait de fortes chances de perdre de l'argent sur le long terme. En effet, à mesure que les économies des marchés émergents comblent leur retard au niveau de leur productivité et de leur développement économique, leurs monnaies, toutes choses étant égales par ailleurs, vont presque certainement connaître une appréciation réelle à long terme.

La seconde question que pose le modèle norvégien est de savoir si un fonds souverain, notamment dans le contexte d'un pays en développement, pourrait être utilisé pour stimuler le développement économique national, la croissance et la diversification. Pour une économie relativement petite et très avancée, avec un PIB par habitant très élevé et des stabilisateurs économiques et des infrastructures très développés, il se pourrait bien que la Norvège ait atteint la limite de sa capacité d'absorption, et introduire davantage d'argent dans le pays aurait seulement pour résultat de provoquer des difficultés macroéconomiques et très peu d'avantages. En revanche, dans un grand pays en développement, relativement pauvre et sous-développé, disposant de peu d'infrastructures et de stabilisateurs sociaux, les avantages d'investir la totalité de son pactole financier à l'étranger sont moins évidents.

Par exemple, doit-on réfréner la consommation et la formation de capital pour la génération actuelle dans une économie sous-développée, dans le seul but de maximiser l'épargne financière au bénéfice des générations futures ? Et que préféreraient les générations futures : hériter d'un vaste portefeuille mondial et diversifié ou d'une économie largement diversifiée et très avancée, qui offre d'abondantes perspectives d'emplois locaux et un solide potentiel de création d'entreprises ? À notre avis, la seule manière d'avoir un débat valable sur cette question est de regarder au-delà des profils d'engagements étroitement définis et d'envisager un programme national plus large, qui inclurait divers engagements sociaux, politiques, intergénérationnels et environnementaux.

312

En conclusion, il existe aujourd'hui de nombreux fonds souverains différents qui opèrent dans diverses parties du monde, et ils ne sont guère homogènes. Même une étude superficielle de ceux-ci montrera qu'ils ont des différences importantes en matière de profils d'engagements, de rendements, d'horizons d'investissements, d'allocations d'actifs, d'instruments préférés, de tolérance au risque et de *benchmarks*. Pour bien saisir ces différences, il faut se poser la question suivante : pour quelle mission chacun de ces fonds a-t-il été constitué ? En d'autres termes, la clé se trouve dans la définition des profils d'engagements de chaque fonds.

NOTES

1. Que la séquence soit « normalisée » à la suite de l'étude d'ALM (*asset-liability management*) dépendra du fait que les autorités préfèrent la solution du fonds souverain à toutes les autres : rembourser des dettes, financer des dépenses et des investissements courants, financer des baisses d'impôt, payer des dividendes, recapitaliser des banques, effectuer des prêts...
2. Voir : « Objectives » sur le site : http://www.gic.com.sg/aboutus_profile_mission.htm (consulté le 16/12/2008).
3. Voir le site : <http://www.kia.gov.kw/En/KIO/About/Pages/default.aspx> (consulté le 04/04/2007).
4. Voir le site : <http://www.regjeringen.no/en/ministries/fin/Selected-topics/The-Government-Pension-Fund/The-Management-Model.html?id=429362> (consulté le 16/12/2008).
5. Voir le site : http://www.info.gov.hk/hkma/ar2005/english/summary/pdf/managing_exfund.pdf (consulté le 16/12/2008).
6. Voir le site : http://www.ssb.no/folketrygdfond_en/ (consulté le 16/12/2008).

