

VERS LA FIN DES FONDS SOUVERAINS ?

PATRICK ARTUS *

Avant la crise, les pays émergents (surtout d'Asie) et les pays exportateurs de pétrole avaient d'énormes excédents extérieurs qu'ils accumulaient dans leurs réserves de change et dont ils se servaient pour doter en capital leurs fonds souverains. Les capacités de financement, d'investissement en capital se trouvaient donc dans ces pays et dans les fonds souverains, ce qu'on a vu au début de la crise.

135

Mais la crise a ensuite fait apparaître deux évolutions :

- d'une part, un considérable mouvement de rapatriement de capitaux depuis les pays émergents et exportateurs de pétrole vers les grands pays de l'OCDE, en particulier vers les États-Unis ;
- d'autre part, la chute des prix des matières premières.

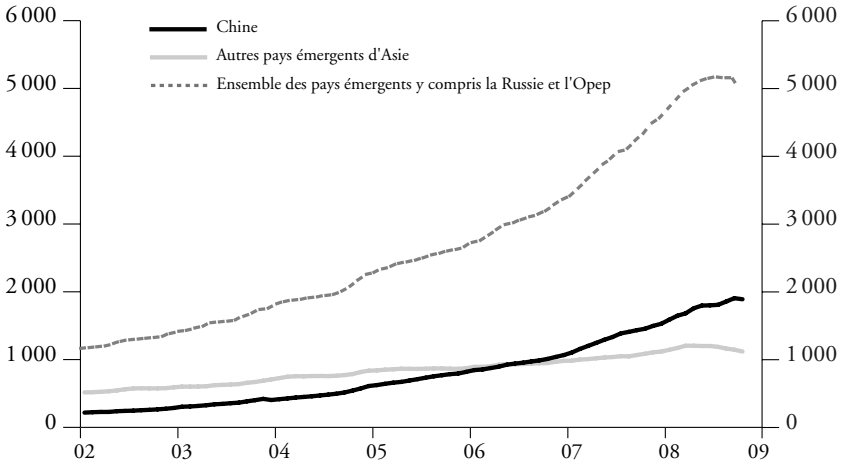
On a alors observé une situation très différente : les pays émergents et pétroliers perdent des réserves de change, l'épargne mondiale se concentre non plus dans ces pays, mais sur le financement des dettes publiques dans les grands pays de l'OCDE : aux fonds souverains se substituent les États, aux États-Unis, en Europe, comme « investisseurs en dernier ressort ».

LA SITUATION AVANT LA CRISE : EXCÈS D'ÉPARGNE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ET EXPORTATEURS DE PÉTROLE

Jusqu'en 2007, une forte attention était donnée à l'accumulation de réserves de change dans les pays émergents (surtout la Chine, l'Asie) et dans les pays exportateurs de pétrole (cf. graphiques 1a, 1b, 2a et 2b ci-après), à l'accumulation d'actifs dans les fonds souverains de ces pays (cf. tableau 1 ci-après).

* Directeur de la recherche et des études, Natixis.

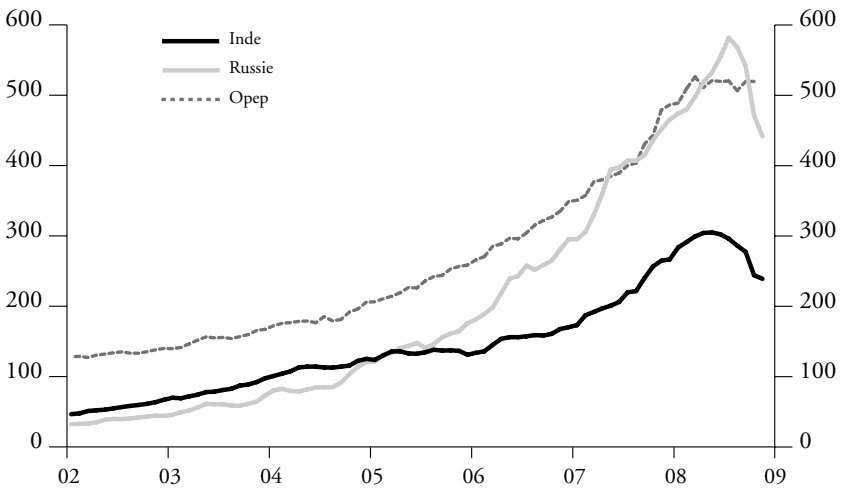
Graphique 1a
Réserves de change
(Md\$)



Sources : Datastream, Natixis.

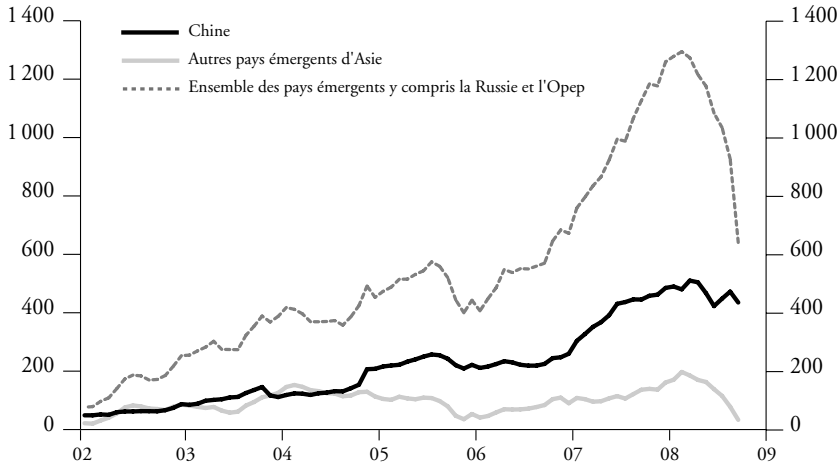
136

Graphique 1b
Réserves de change
(Md\$)



Sources : Datastream, Natixis.

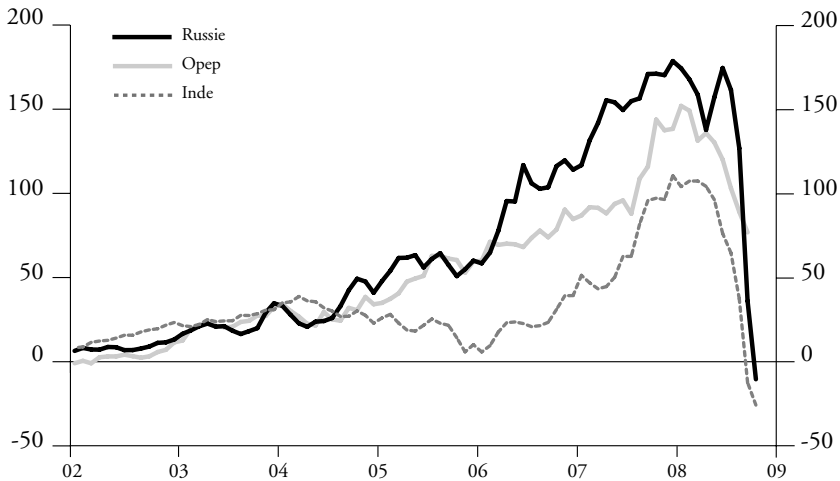
Graphique 2a
Variation sur 1 an des réserves de change
 (Md\$)



Sources : Datastream, Natixis.

137

Graphique 2b
Variation sur 1 an des réserves de change
 (Md\$)



Sources : Datastream, Natixis.

Tableau 1
Les fonds souverains
 (derniers points connus au début 2009)

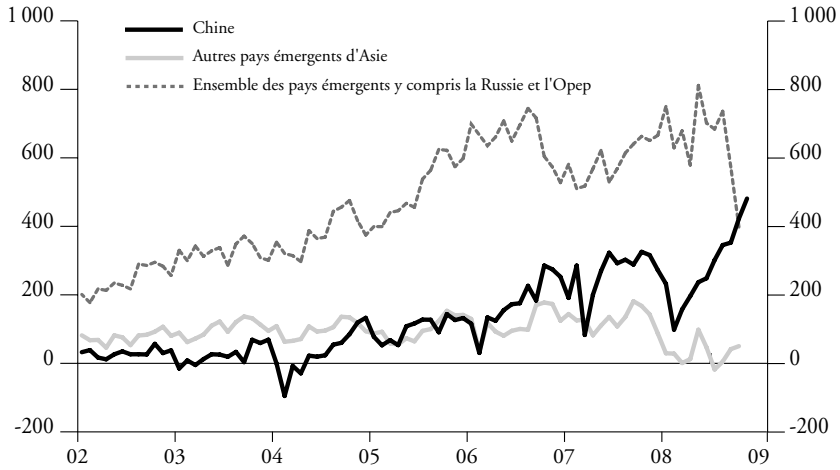
Pays	Fonds	Montant (Md\$)
Abu Dhabi	ADIA - Abu Dhabi Investment Authority	875
Singapour	GIC - Government of Singapore Investment Corporation	330
Norvège	GPF - Government Pension Fund-Global	391
Arabie Saoudite	Various	300
Koweït	KIA - Kuwait Investment Authority	264
Chine	CIC - China Investment Corporation	200
Russie	SFRF - Stabilization Fund of the Russian Federation	158
Singapour	Temasek Holdings	159
Australie	FFMA - Future Fund Management Agency	81
Qatar	QIA - Qatar Investment Authority	60
États-Unis (Alaska)	APFC - Alaska Permanent Fund Corporation	40
Libye	-	50
Brunei	BIA - Brunei Investment Agency	30
Corée du Sud	KIC - Korea Investment Corporation	30
Malaisie	KN - Khazanah Nasional	18
Kazakhstan	KNF - Kazakhstan National Fund	23
Canada	AIM - Alberta Heritage Fund	17
Taiwan	NSF - National Stabilization Fund	15
Iran	OSF - Oil Stabilization Fund	13
France	FRR - Fonds de réserve pour les retraites	41
Dubaï	Dubai World	100
Total		3 196

Sources : Nationale, Natixis.

Les questions débattues touchent à la possibilité que les banques centrales modifient la structure de leurs avoirs (par type d'actifs, par devise), à la gouvernance, à la transparence des fonds souverains, aux risques s'ils prennent des parts importantes du capital des grands pays de l'OCDE.

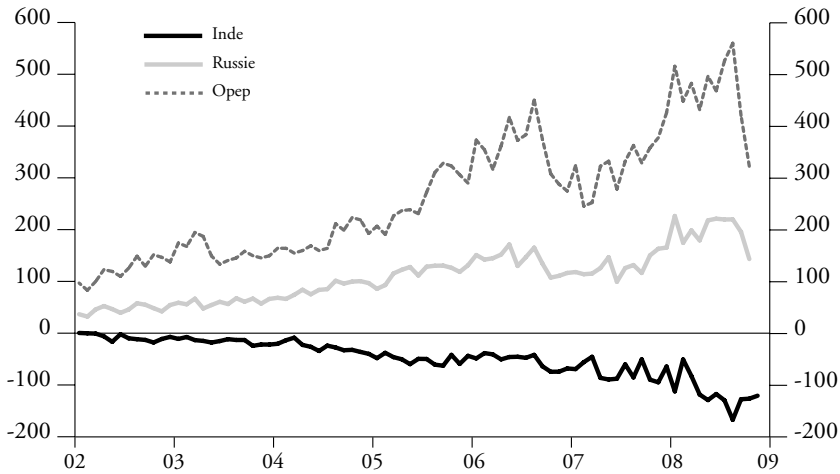
Cette situation vient bien sûr de la forte propension de ces pays à épargner leurs excédents commerciaux (sauf dans le cas de l'Inde qui a un déficit extérieur, cf. graphiques 3a et 3b ci-après), des flux de capitaux qui se dirigeaient vers ces pays (cf. graphiques 4a et 4b ci-après), sauf bien sûr vers les pays de l'Opep qui ont toujours été exportateurs de capitaux.

Graphique 3a
Balance commerciale
 (Md\$ par an)



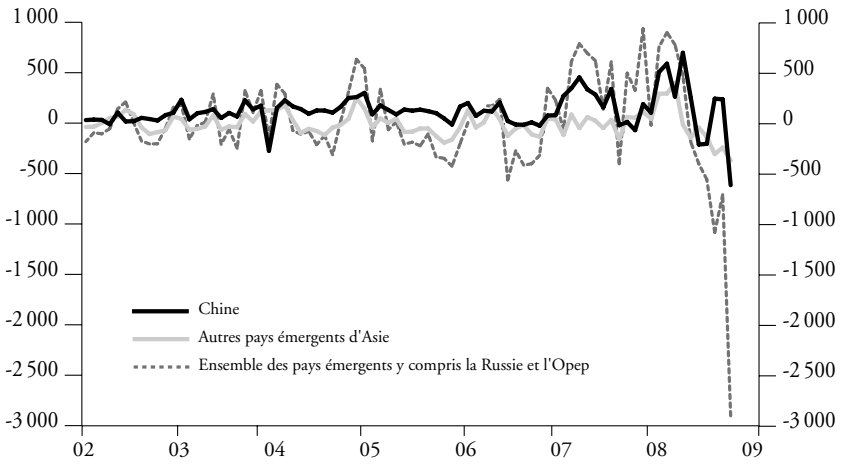
Sources : Datastream, Natixis.

Graphique 3b
Balance commerciale
 (Md\$ par an)



Sources : Datastream, Natixis.

Graphique 4a
Flux de capitaux*
(Md\$)

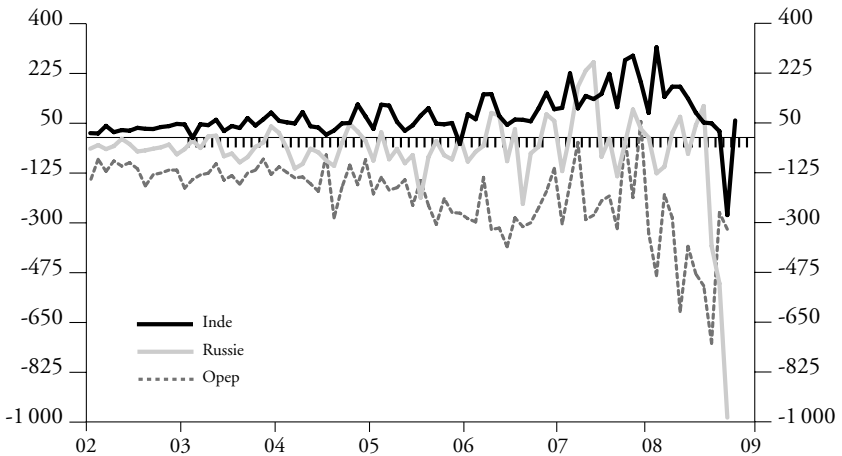


* = 12* (variation sur 1 mois des réserves de change - balance commerciale)

Sources : Datastream, Natixis.

140

Graphique 4b
Flux de capitaux*
(Md\$)



* = 12* (variation sur 1 mois des réserves de change - balance commerciale)

Sources : Datastream, Natixis.

La capacité à investir, jusqu'à la crise, par exemple dans le capital des entreprises, se trouvait donc clairement dans les pays émergents et

exportateurs de pétrole. Ceci explique le rôle des fonds souverains pour venir en aide aux banques au début de la crise (cf. tableau 2).

Tableau 2
Augmentations de capital financées par les investisseurs publics
dans les grandes banques
(Md\$)

	4 ^{ème} trimestre 2008				3 ^{ème} trimestre 2008		
	Augmentations totales de capital	Montant total	Montant total par investisseur	Investisseurs	Montant total	Montant total par investisseur	Investisseurs
Citigroup	108,6	64,5	64,5	Trésor américain			
Merill Lynch	48,5	25	25	Trésor américain	7,3	6,4	Investisseurs publics
						0,9	Temasek Holdings
Barclays	11,5	10,7	10,7	Investisseurs publics + Qatar Holding	1		Investisseurs publics

Source : Bloomberg and companies.

141

Tableau 2 (suite)
Augmentations de capital financées par les investisseurs publics
dans les grandes banques
(Md\$)

	2 ^{ème} trimestre 2008			1 ^{er} trimestre 2008		
	Montant total	Montant total par investisseur	Investisseurs	Montant total	Montant total par investisseur	Investisseurs
Citigroup	12,9	2	Investisseurs publics	19,4	6,88	Government of Singapore Investment Corporation
		4,9			5,62	Kuwait Investment Authority, Capital Research, New Jersey, Alwaleed, Weill
		6			6,884	Investisseurs publics
Merill Lynch	2,6	2,6	Investisseurs publics	7,2	6,6	Korea Invst, Kuwait Invest Auth, Mizuho, TPG-Axon, New Jersey, T. Rowe Price, Olayan
					0,6	Temasek Holdings
Barclays	4,8	4,8	Investisseurs publics			

Source : Bloomberg and companies.

Tableau 2 (suite)
Augmentations de capital financées par les investisseurs publics
dans les grandes banques
(Md\$)

	4 ^{ème} trimestre 2007			3 ^{ème} trimestre 2007		
	Montant total	Montant total par investisseur	Investisseurs	Montant total	Montant total par investisseur	Investisseurs
Citigroup	11,8	7,5	Abu Dhabi Investment Authority	5,6	ND	ND
		4,288	Investisseurs publics			
UBS	12,5	10,593	Government of Singapore Investment Corporation			
		1,926	Investisseurs non identifiés du Moyen-Orient			
Merill Lynch	5,6	4,4	Temasek Holdings	0,8	0,8	Investisseurs publics
		1,2	Davis Selected Advisors LP			
Morgan Stanley	5,579	5,579	China Investment Corporation			
Barclays						

ND = non disponible

Source : Bloomberg and companies.

Tableau 2 (suite et fin)
Augmentations de capital financées par les investisseurs publics
dans les grandes banques
(Md\$)

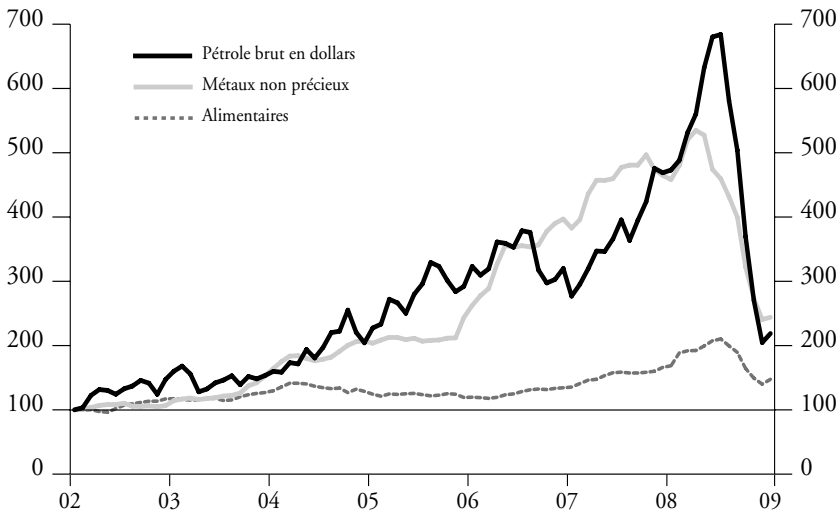
	Avant		
	Montant total	Montant total par investisseur	Investisseurs
Citigroup			
UBS			
Merill Lynch			
Morgan Stanley			
Barclays	5	5	China Development Bank, Temasek Holdings

Source : Bloomberg and companies.

LA CRISE CHANGE COMPLÈTEMENT CETTE SITUATION

La crise qui débute en 2007 change complètement cette situation. Les pays émergents et exportateurs de pétrole sont touchés, d'une part, par la baisse forte des prix des matières premières (cf. graphique 5), d'autre part, par les rapatriements de capitaux vers les grands pays de l'OCDE et en particulier vers les États-Unis (cf. graphiques 4a et 4b, plus haut), enfin par le recul des exportations vers les pays de l'OCDE où la demande intérieure faiblit.

Graphique 5
Prix spot des matières premières en dollars
(100 en 2002:1)



Sources : Datastream, Natixis.

Il en suit une réduction des excédents commerciaux de ces pays (cf. graphiques 3a et 3b, plus haut), sauf dans le cas de la Chine où le recul des importations est encore plus important que celui des exportations, et le retournement à la baisse de leurs réserves de change (cf. graphiques 1a, 1b, 2a et 2b, plus haut).

Les rapatriements de capitaux depuis les pays émergents sont extrêmement importants et résultent de la hausse de l'aversion pour le risque et de ventes forcées d'investisseurs ayant besoin d'obtenir des liquidités.

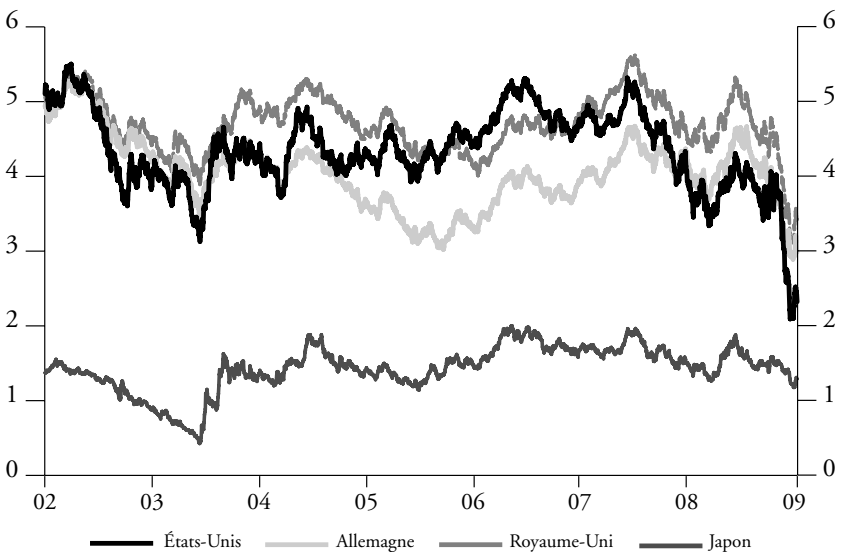
Dans certains cas (Russie), ils sont amplifiés par la fuite, vers le reste du monde, d'une partie de l'épargne des investisseurs domestiques.

On a donc vu disparaître, en 2008, la capacité d'investissement des pays émergents et exportateurs de pétrole.

LE RETOUR VERS LES DETTES PUBLIQUES DES GRANDS PAYS DE L'OCDE

La crise a en effet provoqué un retour de l'épargne vers les dettes publiques des grands pays de l'OCDE, ce que montre clairement l'évolution des taux d'intérêt à long terme sur ces dettes (cf. graphique 6).

Graphique 6
Taux d'intérêt 10 ans

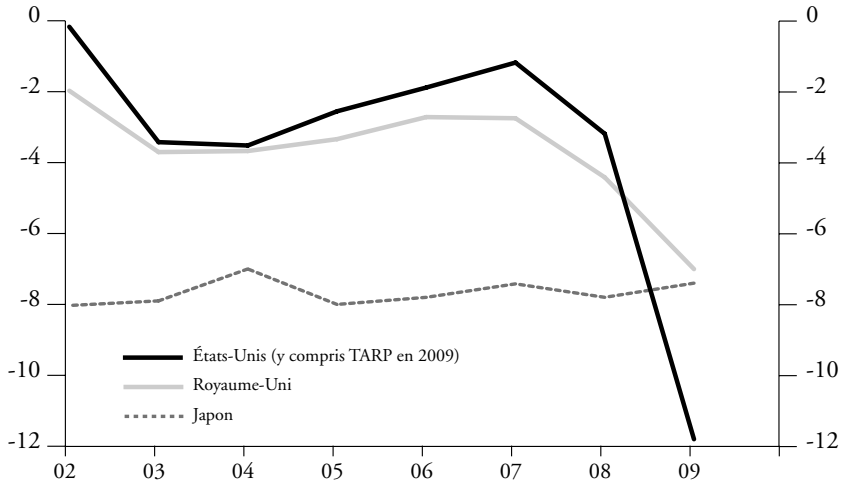


Sources : Datastream, Natixis.

L'aversion forte pour le risque conduit les investisseurs à préférer les obligations publiques européennes, américaines, japonaises, aux obligations d'entreprises, aux actions, aux titres des pays émergents, aux produits financiers complexes (ABS), à l'immobilier...

Ceci permet à tous ces pays d'avoir des déficits publics considérables en 2009 (cf. graphiques 7a et 7b ci-après), tout en conservant des taux d'intérêt très bas.

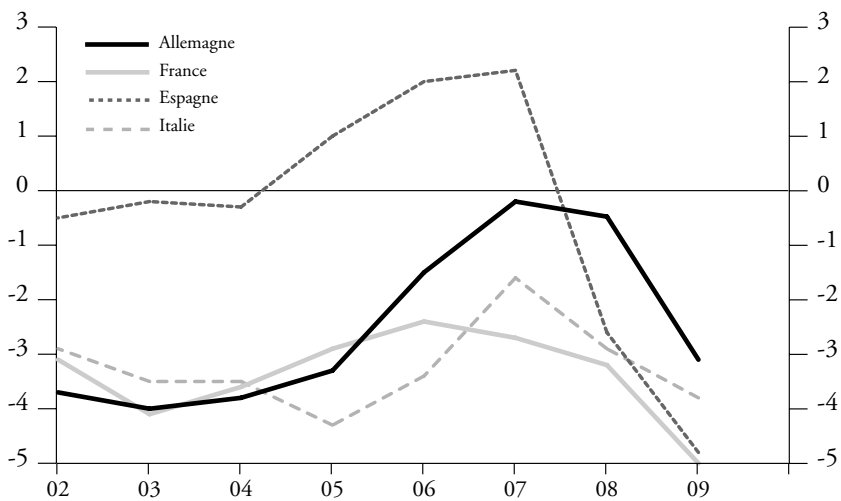
Graphique 7a
Déficit public
(% du PIB)



Sources : Datastream, prévisions Natixis.

145

Graphique 7b
Déficit public
(% du PIB)



Sources : Datastream, prévisions Natixis.

La problématique a complètement changé : les investisseurs en dernier ressort (les agents économiques qui peuvent investir dans le capital des entreprises, des banques (cf. tableau 3) financer des infrastructures...) ne sont plus les fonds souverains, mais les États des grands pays de l'OCDE. Les questions qui se posent ne touchent donc plus à la gouvernance des fonds souverains, mais à la gouvernance des États (aux États-Unis, en Europe...) quand ils deviennent actionnaires des banques, à leur capacité à gérer efficacement des participations.

Tableau 3
Montants maximums envisagés
pour les plans de sauvetages bancaires

		Aides au refinancement (garantie et ligne de crédit)	Recapi- talisa- tion	Défaisance d'actifs	Coût potentiel sur la dette publique	En PB de PIB	
États-Unis	Md\$	1 450	*	0	700	4,7	
Royaume-Uni	Md£	250	37	0	37	2,5	
Allemagne	Md€	400	80		100	4,5	
France	Md€	320**	40	0	40	2,1	
Italie	Md€	0	12	0	12	1,0	
Espagne	Md€	200***	0	30-50	50	4,0	
Pays-Bas	Md€	200	20	0	20	3,5	
Suède	Md€	151					
Irlande	Md€	485	10				
Suisse	Md\$	0	0	60	6	1,4	Pour le moment uniquement un <i>swap</i> avec la Fed, ultérieurement financement par le marché obligataire.
Total (Md€)		3 143	128	134	780		

* États-Unis : recapitalisation : 350 Md\$; puis suite au changement d'orientation du TARP, les 350 Md\$ restants seront alloués pour augmenter le montant destiné à la recapitalisation, soutenir la titrisation et limiter les *foreclosures*.

** Dont 55 Md€ de garanties pour Dexia.

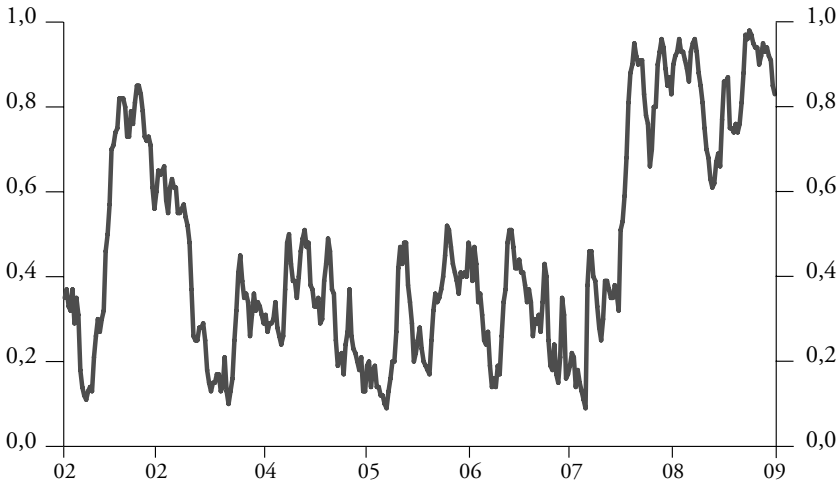
*** 100 Md€ en 2008 et 100 Md€ en 2009.

EST-CE UNE ÉVOLUTION DURABLE ?

Ce sont donc les États des grands pays de l'OCDE et les fonds souverains qui sont donc aujourd'hui les investisseurs en dernier ressort et dont la qualité de la gouvernance doit être analysée. Est-on sûr qu'elle soit meilleure que celle des fonds souverains des pays émergents ?

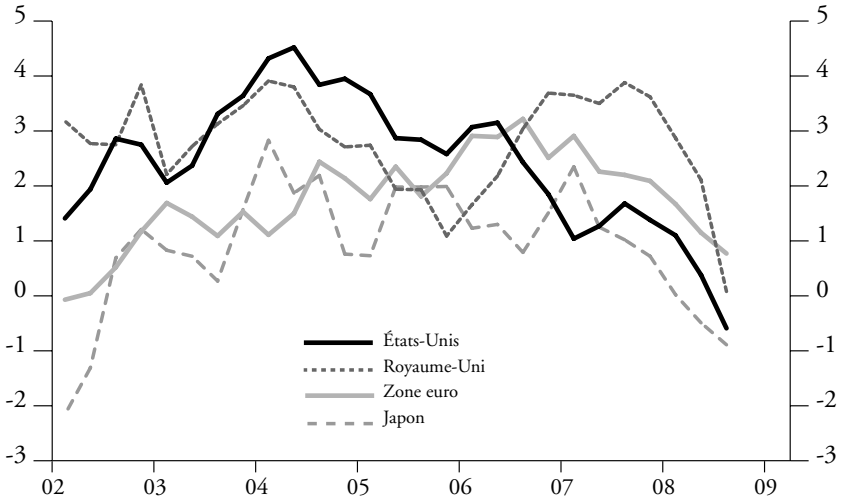
Cette situation durera tant que l'aversion au risque financier (cf. graphique 8) restera forte, donc que les investisseurs ne reviendront pas dans les pays émergents, et tant que la faiblesse des demandes intérieures dans les grands pays de l'OCDE (cf. graphique 9 ci-après) déprimera à la fois leurs importations et les prix des matières premières. Le choc constitué par l'arrêt de l'endettement des ménages dans ces pays (cf. graphique 10 ci-après) est si puissant que, pour quelques années sans doute, ce transfert de responsabilité des fonds souverains vers les gouvernements des grands pays de l'OCDE devrait rester présent.

Graphique 8
Indice Natixis de perception de risque



Source : Natixis.

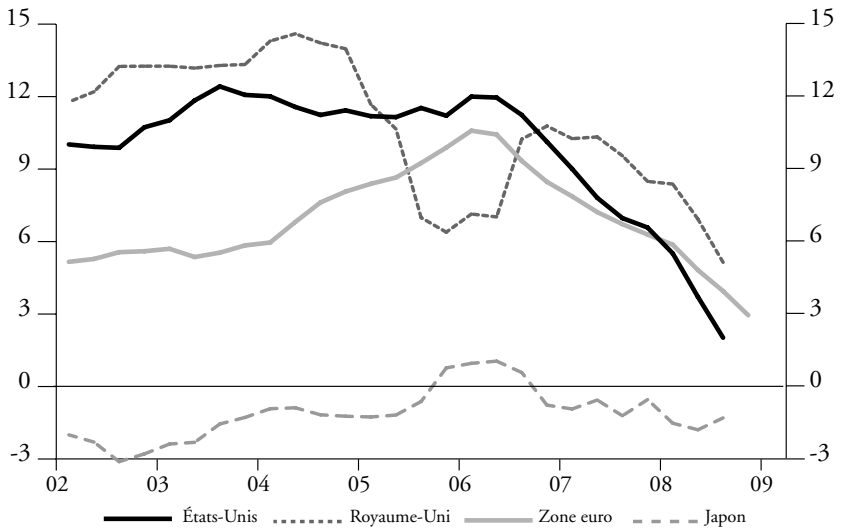
Graphique 9
Demands intérieures
 (volume, GA en %)



Sources : Datastream, Natixis.

148

Graphique 10
Crédit aux ménages
 (GA en %)



Sources : Datastream, Natixis.