

QUELLE TAILLE POUR LES FONDS SOUVERAINS EN 2015 ?

STEPHEN L. JEN *

Quelle importance prendront les fonds souverains à moyen et long terme ? Selon nos calculs, fondés sur plusieurs hypothèses, les fonds souverains du monde entier pourraient voir leur taille croître de 2 500 Md\$ actuellement à près de 10 000 Md\$ en 2015 et pourraient dépasser le montant total des réserves officielles de change mondiales dans les six ou sept prochaines années¹.

207

LES PERTES COMPTABLES QUE LES FONDS SOUVERAINS ONT PU SUBIR EN 2008

Nous estimons que la taille totale des fonds souverains dans le monde a atteint, il y a un an, approximativement 3 000 Md\$. Cependant, il s'est passé beaucoup de choses dans l'année écoulée : certains fonds souverains ont pu être affectés négativement par l'évolution des marchés. Nous n'avons pas d'informations précises sur les actifs des fonds souverains, ni sur la structure de leurs portefeuilles, que ce soit par type d'actifs ou par répartition géographique. Nous n'avons assurément aucune information précise sur la structure du portefeuille d'un fonds souverain particulier, à l'exception de Norges Bank Investment Management (NBIM). Mais en pensant à l'ensemble des fonds souverains, nous estimons que ce groupe peut avoir subi des pertes comptables - en dollars américains - de l'ordre de 18 % à 25 % en 2008. Ce qui signifie, par rapport aux 3 000 Md\$ d'actifs au début de l'année, que le total des actifs doit se situer actuellement à 2 500 Md\$ ou moins². Certaines de ces pertes seront effacées si les actifs sous-jacents

* Morgan Stanley.

se redressent. En outre, une partie de la baisse des actifs reflète la forte hausse du dollar américain, une tendance qui pourrait s'inverser.

*LES EXCÉDENTS DES BALANCES DES PAIEMENTS
ET L'ACCUMULATION DES RETOURS SUR INVESTISSEMENT
VONT GONFLER LES ACTIFS GÉRÉS*

En estimant l'évolution probable du total des actifs des fonds souverains dans les années à venir, nous avons fait quelques hypothèses. Première hypothèse : le déficit des paiements courants des États-Unis va se réduire avec le temps, avec des conséquences logiques pour la courbe de la balance des paiements des pays initiateurs des fonds souverains. Deuxième hypothèse : les revenus pétroliers (tant en volume qu'en prix) vont, dans l'ensemble, augmenter par rapport au niveau actuel d'environ 10 % par an dans un avenir prévisible, et une partie des excédents des pays non exportateurs de pétrole sera dirigée vers les réserves officielles de change ou vers leurs propres fonds souverains. En outre, nous avons fait l'hypothèse prudente que le rendement nominal des investissements des fonds souverains est de 3,5 % (moins que le taux de rendement pluriannuel, corrigé des fluctuations de change, des titres souverains à deux ans, qui est de 4,3 %, mais plus que les rendements obligataires souverains qui sont de 2,5 % environ).

208

*LES FACTEURS QUI VONT MODÉRER
LE RYTHME DE CROISSANCE DES ACTIFS GÉRÉS
PAR LES FONDS SOUVERAINS*

Il y a plusieurs raisons de s'attendre à ce que le rythme de croissance des actifs gérés par les fonds souverains ralentisse quelque peu dans les années à venir. Nous soulignons les principales tendances :

- *Des prix du pétrole plus bas.* Les conséquences d'une baisse de la demande mondiale sur les prix du pétrole, et donc sur les fonds souverains des pays pétroliers, sont évidentes. Les exportations pétrolières quotidiennes des pays du CCG (Conseil de coopération du Golfe) sont de l'ordre de 18 millions de barils. À 140 dollars le baril, cela représente un revenu pétrolier de 2,5 Md\$ par jour. Mais à 35 dollars le baril, le chiffre tombe à 0,6 Md\$ par jour.
- *Une baisse des exportations des pays émergents.* En 2007, les réserves officielles de change des économies asiatiques ont augmenté de 3 100 Md\$ à 3 800 Md\$ - soit un taux de croissance moyen de 64 Md\$ par mois. Des excédents courants et des afflux de capitaux plus modestes vont ralentir la croissance des réserves, et donc le montant des devises allouées aux fonds souverains.

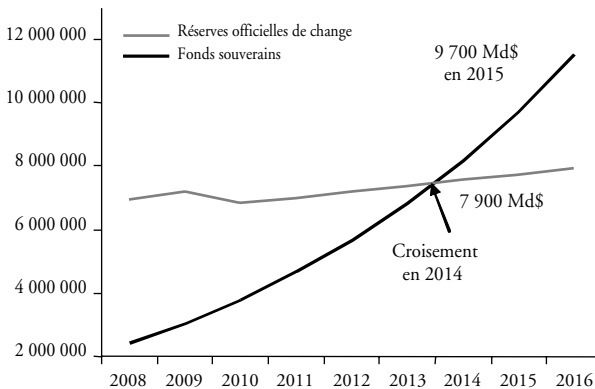
- *Le besoin de reconstituer les réserves officielles de change* : à l'exception de la Chine et du Japon, la croissance des réserves officielles de change des pays asiatiques a spectaculairement ralenti. Sans examiner le profil de croissance des réserves de chaque banque centrale, nous observons que les interventions visant à contrer les sorties de capitaux ont eu des conséquences logiques sur les réserves officielles de change. Ce qui semblait être des avoirs de change surabondants est soudainement apparu comme pas si abondant que cela, face aux fortes pressions sur la monnaie. Ceci pourrait conduire à une réévaluation de ce que peuvent être des réserves adéquates³.
- *Une contribution au financement des politiques fiscales nationales* : bien que l'on ne sache pas encore quels pourraient être les besoins des pays d'origine des fonds souverains en matière de politique budgétaire, il ne fait pas de doute que celle-ci jouera un rôle décisif dans la récession mondiale qui s'annonce. Les gouvernements pourraient être de plus en plus invités à utiliser certaines des ressources actuellement utilisées par les fonds souverains. A mesure que la crise financière contamine les économies de ces pays, il est de plus en plus probable que les fonds souverains contribueront à résoudre les problèmes qui se posent chez eux, avant de chercher des opportunités à l'étranger.

*UNE CROISSANCE DES ACTIFS ENCORE IMPRESSIONNANTE
DANS LES ANNÉES À VENIR*

209

Le graphique ci-dessous montre l'évolution probable des actifs des fonds souverains dans les prochaines années. Compte tenu des hypothèses énumérées ci-dessus, nous attendons un montant total des actifs

Graphique
Projections de croissance rapide des fonds souverains
(M\$)



Source : estimations de Morgan Stanley Research.

des fonds souverains de 9 700 Md\$ en 2015, et le « croisement des courbes », lorsque le total des actifs de ces fonds dépassera celui des réserves officielles de change mondiales, se produirait en 2014. En outre, l'importance relative des fonds « pétroliers » et « non pétroliers » évoluera en faveur des premiers, conformément à notre hypothèse que la forte réduction du déficit courant américain aura des conséquences logiques pour les économies exportatrices dans le monde entier⁴.

LES FONDS SOUVERAINS :

UN IMPORTANT SOUTIEN POUR LES ACTIFS À RISQUE

Nous persistons dans notre opinion que les fonds souverains resteront une puissante source de soutien pour les actifs risqués. Leur préférence pour les actions par rapport aux obligations est inscrite dans leurs gènes, puisqu'ils ont été créés pour aller de l'avant sur la courbe des risques et des rendements. Cette partie de notre thèse ne changera pas. En outre, la plus grande capacité des fonds souverains à formuler des visions à long terme - en raison de leurs meilleurs ratios liquidité/absence d'effet de levier - devrait continuer à leur permettre de tirer parti d'opportunités que des fonds institutionnels privés pourraient juger trop illiquides. En plus, la conversion structurelle des richesses souterraines réelles par les fonds souverains pétroliers en richesses financières continuera, certainement, pour toutes les raisons que nous avons avancées auparavant.

210

DE NOUVELLES QUESTIONS SUSCITÉES

PAR LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008

En l'absence de dispositions juridiques, les fonds souverains de certains pays resteront une source privilégiée pour des opérations fiscales exceptionnelles. Le sauvetage de banques et d'autres institutions financières, ainsi que d'autres opérations « uniques » mais massives, pourraient contraindre les fonds souverains à ralentir le rythme de leurs investissements ou, dans des situations extrêmes, à liquider certaines parts de leurs portefeuilles. Avant la crise financière mondiale, nous pensions que les fonds souverains seraient presque certainement un élément de soutien pour les actifs risqués. Mais depuis que cette crise est devenue réellement mondiale, nous ne pouvons plus exclure que certains fonds souverains deviennent vendeurs d'actifs risqués.

Se pose également la question du « modèle de portefeuille » pour les fonds souverains. Comme nous avons assisté à de fortes ruptures dans les tendances de toutes les classes d'actifs, il sera intéressant de voir si les fonds souverains - et d'autres fonds institutionnels - vont réviser leurs stratégies d'investissement à long terme.

NOTES

1. Voir les rapports de Morgan Stanley : « How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015 ? » (3 mai, 2007) et « SWFs' Growth Tempered : US\$10 Trillion by 2015 » (30 octobre, 2008).
2. Entre fin octobre 2007 et fin octobre 2008, l'indice MSCI *global equities* a perdu 41 % et l'indice boursier MSCI EM 57 % en valeurs. Nous avons également calculé les changements de valorisation sur les différents marchés obligataires, et nous supposons que les investissements alternatifs (y compris les *hedge funds*, l'immobilier, les matières premières, les infrastructures...) ont connu des performances similaires à celle des actions. Nous avons également étudié la remontée du dollar et la manière dont elle a pu encore éroder la valeur en dollars des portefeuilles des fonds, qui utilisent pour la plupart la devise américaine comme unité de compte. Le résultat de nos calculs indique que les fonds souverains, avec une allocation d'actifs de l'ordre de 25-45-30 entre les obligations, les actions et les investissements alternatifs, ont pu subir des pertes comptables allant de 23 % à 35 %. Compte tenu des parades qui ont pu être mises en œuvre, le total des pertes comptables pourrait être, en moyenne, de 20 % à 30 %.
3. Un sujet de discussion analogue est la question de la composition monétaire de ces réserves. Alors que certaines banques centrales ont diversifié leurs avoirs, prenant leurs distances avec le dollar, il leur a récemment été rappelé qu'il était décisif de détenir une liquidité suffisante dans la monnaie d'intervention, le dollar américain. En conséquence, non seulement la part de réserves détenues en monnaies autres que le dollar mais aussi les positions en dollars seront revues à la hausse.
4. Nos calculs supposent des pertes de réserves plus importantes en 2009, car les banques centrales des pays émergents continueront à défendre leurs devises. Quand la situation mondiale reviendra à la normale, en 2010, il y aura probablement un effort à faire pour reconstituer les réserves officielles de change, avant de reprendre les allocations en faveur des fonds souverains.

