

RÉSERVES DE CHANGE

COMMENT UN FONDS SOUVERAIN VA PROFITER AU SYSTÈME FINANCIER ET À L'ÉCONOMIE

LE TRANSFERT DES EXCÉDENTS DES RÉSERVES DE CHANGE DE LA BANQUE CENTRALE VERS UN FONDS SOUVERAIN EST UNE OPTION À ENVISAGER. CETTE SOLUTION PERMETTRAIT, D'UNE PART, DE COUPER LE CORDON OMBILICAL AVEC LA MAURITIUS INVESTMENT CORPORATION ET D'AMORTIR LE COÛT DE LA STÉRILISATION ET, DE L'AUTRE, DE CRÉER UNE DYNAMIQUE DE CROISSANCE GRÂCE À DES INVESTISSEMENTS STRATÉGIQUES.

EVE FIDÈLE

LES fonds souverains (Sovereign Wealth Fund - SWF) visent à générer des richesses pour les générations futures et ont également tendance à offrir un soutien en cas de crise en fournissant de l'argent sous forme de dividendes aux gouvernements. Cela afin de réduire les déficits budgétaires en période de crise. Selon Sameer Sharma, spécialiste en investissement alternatif, un fonds souverain a un horizon d'investissement à plus long terme, ce qui lui confère un profil de risque plus élevé. Ce qui permet au fonds souverain d'investir dans davantage de catégories d'actifs et d'avoir la possibilité de générer des rendements plus élevés sur le long terme.

«Pour créer un fonds souverain, il faut cependant que le gouvernement ait un excédent fiscal ou qu'il n'émette que de la dette pour financer le fonds, ou que la Banque centrale crée une unité spéciale au sein de l'institution qui génère une partie des réserves de change de Maurice en tant que fonds souverain. Cependant, si la Banque centrale gère le fonds souverain, étant donné que l'argent proviendrait de toute façon des réserves de change, elle utiliserait principalement les rendements générés pour renforcer son bilan actuellement très faible plutôt que de donner des dividendes au gouvernement», explique Sameer Sharma.

Dans la situation économique actuelle, Jaya Patten, directeur de Jaya Advisory Financial Markets, est d'avis que la pertinence de la mise en place d'un fonds souverain est double pour la boîte à outils des politiques économiques. Cela confère un avantage tactique pour la Banque de Maurice et stratégique pour le ministère des Finances.

«D'un point de vue tactique, cela change la donne concernant la discussion avec le Fonds monétaire international (FMI) sur le nouveau cadre de la politique monétaire. L'avantage est double. Elle permettra à la BoM de se recen-

trer sur une politique monétaire axée sur les taux d'intérêt et de se passer de la politique de stérilisation monétaire qui accompagne généralement l'accumulation des réserves. Deuxièmement, il permet de couper le cordon ombilical avec la Mauritius Investment Corporation (MIC). C'est une riposte qui a le mérite d'être à la fois pragmatique et efficace», fait ressortir Jaya Patten.

D'un point de vue stratégique, un fonds souverain constitue un ajout majeur à l'arsenal de politiques économiques. Car il offre un troisième levier économique, à savoir, les



moyens pour concevoir et financer une politique industrielle. Ce qui sera d'un atout majeur pour le ministère des Finances car il soulagera la politique monétaire du fardeau indu d'avoir à faire tout le gros du travail en vue de favoriser la croissance, observe Jaya Patten.

Pour résumer, c'est une initiative qui offre la possibilité de formuler et d'amorcer un modèle de croissance économique équitable et durable.

De son côté, Amit Bakhirta, fondateur et directeur d'Anneau, précise qu'il est avant tout important de comprendre quel type de fonds souverain est approprié pour notre pays et quel en serait l'objectif socio-économico-financier. Il rappelle que selon la visée d'un tel fonds souverain, l'objectif d'investissement peut se faire à travers un fonds souverain d'épargne (permettant à l'État d'épargner à long terme pour

l'avenir des dépenses publiques de la nation, des renforcements, etc.) et/ou un fonds souverain de stabilisation (où le principal l'objectif d'investissement serait d'aider à la stabilisation des recettes fiscales du gouvernement si celles-ci sont volatiles ; par exemple, les pays exportateurs de matières premières).

« À ce stade, compte tenu de l'état très délicat du bilan de la Banque de Maurice, une stabilisation des fonds souverains sous la Banque de Maurice serait donc plus que pertinente car cela aidera la Banque à renforcer son bilan. Je pense qu'il s'agit d'une priorité absolue, mais aussi de promouvoir davantage une gestion efficace des investissements des réserves de change au service de la 'stabilisation des devises' à court terme et de la gestion des liquidités », fait ressortir Amit Bakhirta.

UN STABILISATEUR DE L'ÉCONOMIE

Les fonds souverains peuvent être regroupés en trois grandes catégories : la préservation/maximisation du capital, la stabilisation économique et le développement économique. Dans le cas de Maurice, Jaya Patten est d'avis que le développement économique est plus pertinent. Donc, un fonds souverain a certainement le potentiel de jouer un rôle clé en donnant un nouvel élan à la croissance économique. Mieux qu'un facteur de stabilisation, le pays a besoin d'un nouveau modèle de croissance, la pandémie ayant mis à nu les manques du modèle courant.

« Le 'comment' est, comme on peut s'y attendre, le vrai sujet. C'est le facteur de différenciation ; c'est ce qui explique la performance des fonds souverains qui ont le mieux réussi. À mon avis, étant donné le stade où se trouve Maurice, un fonds souverain doit se voir confier un mandat différent d'un gérant traditionnel. En fait, ma recom-

mandation est de créer une famille de fonds souverains. L'idée est d'attribuer un mandat spécifique à chaque fonds. Cela aidera à la fois pour le focus et la responsabilisation. Je les vois fonctionner davantage comme des *Venture builders* et des fonds de *private equity* », explique Jaya Patten.

Ainsi, il préconise que cette famille de fonds souverains devrait ainsi être déployée à l'étranger dans un premier temps. Ils doivent cependant être investis d'un double objectif : générer des rendements et à travers leurs investissements faire de la veille technologique active, acquérir l'intelligence de marché, engranger le savoir-faire et nouer des partenariats avec les acteurs clés dans les secteurs de pointe pour favoriser une croissance équitable et durable.

« Cette connaissance devrait être mise à profit pour poser les bases économiques des deux prochaines décennies. Ils apportent l'expertise nécessaire pour poser les jalons d'un écosystème à même de favoriser et de soutenir la création d'entreprises pour les décennies à venir. Les rendements sur les investissements peuvent être utilisés comme capital d'amorçage pour les investissements domestiques futurs, créant ainsi un cercle vertueux », analyse-t-il.

Amit Bakhirta abonde dans le même sens. Il laisse entendre qu'un fonds souverain d'épargne peut aider le gouvernement à épargner pour l'avenir – à long terme – en investissant à l'échelle mondiale et en réinvestissant/dépensant le produit de ses investissements (rendements générés) localement. Cela, qu'il s'agisse d'investissements futurs dans les dépenses publiques (l'infrastructure, la santé, l'éducation, etc.) ou pour renforcer des entreprises (ou autres aides financières – wage assistance schemes, etc.) durant des crises financières mondiales ou encore la crise engendrée par la pandémie.



JAYA PATTEN
(DIRECTEUR DE JAYA
ADVISORY FINANCIAL
MARKETS)



AMIT BAKHIRTA
(CEO D'ANNEAU)



SAMEER SHARMA
(SPÉCIALISTE EN
INVESTISSEMENT
ALTERNATIF)





AMIT BAKHIRTA
(CEO D'ANNEAU)



RAJEEV HASNAH
(ECONOMISTE)



DR BHAVISH JUGURNATH
(ECONOMISTE)

NOUS AVONS BESOIN DE POLITIQUES QUI INCITENT À INVESTIR À MAURICE ET EXPORTER

soutenable de l'économie. Il est d'avis que notre capacité à générer des devises d'une façon durable et soutenable ainsi que les décisions gouvernementales pour pratiquer une «fiscal discipline» dans la gestion des fonds publics seront parmi les facteurs déterminants pour Moody's.

De son côté, Amit Bakhirta, fondateur et CEO d'Anneau, estime que le risque d'une dégradation imminente ne sera pas sur la table. Mais Moody's pourrait, par contre, réitérer ses perspectives négatives et décider de maintenir la note actuelle. *«Je ne pense pas que ce sera lors de cette revue de mars 2022. Mais à moyen - long terme, à moins que la croissance économique ne rattrape la croissance de la dette publique, le risque est alors réel»,* avertit-il.

RISQUE POUR LE SECTEUR FINANCIER

Selon Amit Bakhirta, l'augmentation transitoire - mathématiquement parlant - des chiffres de la dette publique par rapport au PIB a été le résultat d'un effet de levier et d'un endettement supplémentaire du secteur public et d'un dénominateur beaucoup plus faible. Soit le PIB s'étant fortement contracté en 2020 et étant beaucoup plus faible que prévu en 2021. Ainsi, en cas de reprise de la croissance économique en 2022 et 2023, nonobstant une croissance supplémentaire de la dette publique, le ratio dette publique/PIB devrait mathématiquement s'abaisser et cela sensiblement. Moody's devrait forcément en tenir compte

dans son processus d'évaluation de la notation et des perspectives.

Comme on l'a souligné, pour Maurice, la clé est d'éviter une nouvelle dégradation de la note par Moody's, qui placerait notre dette en dessous de la catégorie d'investissement et pourrait avoir des répercussions sur le secteur financier au moment même où nous allons sortir de la liste noire. Nous avons donc besoin de politiques qui incitent les étrangers et les Mauriciens à investir à Maurice et à exporter à partir de Maurice. Cela de manière à ce que nos exportations de biens et de services continuent à augmenter en pourcentage de notre PIB.

Si Maurice passe dans la catégorie Baa3, cela aura un gros impact sur l'industrie de la finance et des services financiers. En plus des problèmes que nous avons rencontrés lorsque nous étions sur la liste noire, nos institutions financières - et toutes les autres qui empruntent à l'échelle internationale - devront faire face à des coûts d'emprunt plus élevés et pourraient également avoir plus de difficultés à lever des dettes étrangères si la note souveraine de Maurice est revue à la baisse. Cela peut nuire à l'investissement et donc à la croissance, ce qui complique encore la réalisation de la forte croissance nécessaire à la remise à niveau et augmente les risques d'une éventuelle crise.

Comme le précise le Dr Bhavish Jugurnath, la notation de Moody's a un impact direct sur les investisseurs et les créanciers de Maurice.

Les risques associés à la catégorisation «junk bonds»

Si Maurice bascule dans la catégorie Baa3, la question est de savoir si cela impliquera que le pays sera tout proche de perdre son Investment grade. Ce qui implique aussi que dans un ou deux ans, les obligations de l'État mauricien pourraient être qualifiées *junk bonds*. À cela, le Dr Bhavish Jugurnath répond que les obligations notées Baa3 ou mieux sont considérées comme des obligations d'investissement. Ce sont les obligations ayant une notation inférieure qui sont considérées comme spéculatives et souvent appelées *junk bonds*. Il est donc certain qu'une éventuelle dégradation de la note sans amélioration économique future ou sans amélioration de la note signifiera que nous pouvons entrer dans la phase des *junk bonds*. Pour éviter ce cas de figure, nous devons renverser la situation de nos finances publiques en déclin avec des perspectives positives de force économique, de croissance économique, de force fiscale et de stabilisation de la dette publique.

«Les perspectives de Maurice, et en fin de compte de sa note, pourraient s'améliorer s'il y avait des indications que l'érosion apparente de la force institutionnelle s'inverse. En particulier, des indications selon lesquelles les institutions mauriciennes reviennent à la capacité et à la prévisibilité qui ont traditionnellement caractérisé le cadre institutionnel mauricien. Un tel résultat se caractériserait très probablement par l'élaboration d'une stratégie crédible pour atteindre les objectifs budgétaires à moyen terme qui rétablissent la solidité budgétaire de Maurice. L'adoption de politiques économiques susceptibles de stimuler durablement le potentiel de croissance serait également positive», souligne le Dr Bhavish Jugurnath.





«Avec un tel fonds souverain d'épargne, le gouvernement central n'a pas besoin d'emprunter et augmente ainsi son levier – avec des risques de dégradation de sa cote de crédit souverain avec des ratios dette/PIB plus élevés et des déficits jumeaux massifs – pendant les périodes difficiles. Plus important encore, il évite au gouvernement central de faire 'faillite', comme cela s'est produit pendant la crise de la Covid-19 et qu'il a dû être renfloué par la Banque de Maurice. Il en est de même pour la Banque de Maurice via un SWF de stabilisation. Cela pourrait améliorer la gestion à court terme des devises/liquidités dans notre pays, surtout lorsque les réserves sont sous pression en période de crise. Et aussi de contenir toute pression sur la roupie et/ou de ressermer/d'assouplir facilement les conditions monétaires dans l'économie», argue Amit Bakhiita.

La création d'un fonds souverain nécessite une importante masse monétaire et le gouvernement n'en dispose pas, le ratio dette/PIB étant supérieur à 95 %. Le seul endroit où il y a de l'argent c'est, bien évidemment, dans les réserves de change de la Banque centrale, fait remarquer Sameer Sharma. Au passage, il précise que la Banque de Maurice affiche un bilan très faible et doit générer des rendements très élevés sur ses actifs pour s'autofinancer et être capable de mener une politique monétaire crédible.

GESTION TRANSPARENTE

La gestion d'un fonds souverain nécessite de la transparence. Ainsi, toute la question est de savoir si la BoM doit s'impliquer dans la gestion d'un fonds ou si celui-ci devra être complètement indépendant ? Pour Jaya Patten, les réserves

de change sont généralement transférées de la Banque centrale pour financer le fonds souverain. Mais comme le veut la pratique, les fonds souverains sont totalement indépendants des banques centrales. Quant à son mandat d'investissement, il devrait être défini par le gouvernement ou le ministère des Finances.

Mais selon Sameer Sharma, étant donné que l'argent proviendra de la Banque de Maurice, il est tout à fait logique que celle-ci régle la manière dont le fonds souverain gère une partie de son propre argent. Cependant, comme il le rappelle, la création d'un fonds souverain n'est pas simple. Cela demande une bonne gouvernance, de la transparence, les personnes adéquates placées aux bons endroits. «Nous parlons là de marchés mondiaux, de capital-investissement et de dette privée. Et cela comprend non seulement une allocation d'actifs stratégique, mais aussi une allocation d'actifs tactique, ce qui signifie essentiellement que vous devez être très actif sur les marchés mondiaux et ce n'est tout simplement pas cette compétence qui existe à la Banque centrale aujourd'hui», souligne-t-il.

En règle générale, la Banque centrale peut mettre en place une équipe d'investissement professionnelle/experte et le fonds peut être géré ou administré en interne à la Banque de Maurice. L'allocation d'actifs et la gestion de classes d'actifs spécifiques (actions des sociétés cotées, titres à revenu fixe, alternatives y compris le capital-investissement, les matières premières, l'immobilier) les infrastructures, entre autres) peuvent ensuite être confiées à des gestionnaires d'investissement spécifiques. Selon Amit Bakhiita, cela garantit que les experts concernés gèrent leurs classes d'actifs spécifiques de manière professionnelle et responsable.

Taux de rendement élevés

On peut s'attendre à ce qu'un fonds souverain produise une source supplémentaire de revenus libellés en devises, étant donné que la plupart des fonds du SWF doivent être investis en devises fortes à l'échelle mondiale. Effectivement, l'un des avantages, en particulier dans l'environnement actuel de taux bas, est qu'un fonds souverain devrait être en mesure de générer des taux de rendement nettement plus élevés que les maigres rendements générés par la BoM de par son mandat d'investissement qui tend à privilégier la liquidité et une tolérance de risque limitée.

Selon Sameer Sharma, la Banque de Maurice a besoin d'un meilleur rendement des actifs. D'après ses calculs, la Banque de Maurice doit générer au moins 15 % de rendement sur les actifs par an en moyenne sur les dix prochaines années. Les rendements plus élevés d'un fonds souverain, qui serait alimenté par les réserves de change traditionnelles, entraîneraient des bénéfices plus importants, étant donné que la comptabilisation se ferait à la juste valeur par le biais des pertes et profits. Les profits générés augmenteraient alors le niveau de fonds propres de la Banque centrale au lieu de compter sur la dépréciation de la roupie.

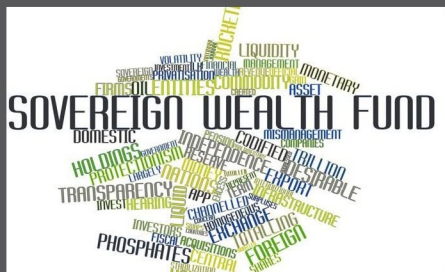
«Quand je dis que la Banque de Maurice doit générer des rendements de 15 % par an en moyenne sur dix ans pour combler son déficit de financement et améliorer son bilan à quelque chose de plus acceptable pour une banque centrale, je parle de tous les actifs, à la fois les actifs domestiques comme la MIC et les actifs étrangers. En résumé, vous avez besoin de la MIC, qui est le fonds de sauvegarde national, plus les rendements des réserves de change, plus les rendements d'un nouveau fonds souverain créé à partir des réserves de change, avec un mandat plus agressif pour générer des rendements de 15 %. Si la Banque centrale ne peut pas faire cela, elle ne sera jamais en mesure d'atteindre un capital et un capital économique appropriés aux risques qu'elle court et à la conduite efficace de la politique monétaire, car elle ne pourra pas augmenter ses engagements et éponger l'excès de liquidité», explique Sameer Sharma.

Il ajoute qu'à l'heure actuelle, la Banque centrale n'a presque plus de fonds propres et sans la dépréciation de la monnaie, elle aurait été en zone négative.

Un fonds souverain n'est pas une baguette magique

LES fonds souverains peuvent contribuer à générer des avantages économiques à long terme, mais des conditions importantes doivent être remplies pour produire les résultats escomptés. «Un fonds souverain n'est ni une baguette magique ni la poule aux œufs d'or. Cependant, intelligemment conçu et mis en œuvre avec diligence, il peut être transformationnel. Il existe de bonnes pratiques qui ont été abondamment documentées à la fois en Europe et plus près de chez nous, en Asie du Sud-Est. Singapour est un excellent modèle. De même, il existe des cas bien documentés des brebis galeuses. Côté gouvernance, je suggérerais un conseil de surveillance comprenant un comité multipartite de députés soutenus par des technocrates possédant l'expertise nécessaire en matière d'investissement et une expérience sectorielle. La principale garantie est de s'assurer que l'ingérence politique directe ou indirecte dans la promotion d'éléphants blancs est tenue à distance. Inévitablement, la tentation sera là», fait ressortir Jaya Patten.

Il recommande également de monter une famille de fonds souverains en se focalisant sur des secteurs porteurs comme la Food Tech, la fintech ou les infrastructures. Mais, rappelle-t-il, l'investissement est par défini-



tion une activité risquée.

«Certains investissements vont mal tourner, c'est normal. Il est important de donner aux équipes de direction de ces fonds l'espace nécessaire pour faire des erreurs et d'apprendre. Ce qui importe, c'est la transparence et la communication. Par exemple, chaque fonds souverain devrait soumettre annuellement au Parlement un rapport d'activité audité sur les investissements et leurs performances», ajoute Jaya Patten.

Sameer Sharma est, lui, catégorique sur le fait qu'il faut les bonnes personnes aux bons endroits. Nous parlons de marchés mondiaux et d'une manière très active et dynamique de gérer l'argent. En outre, les perspectives de marché pour toutes les catégories d'actifs à l'échelle mondiale sont assez difficiles et la volatilité au cours des dix prochaines années sera supérieure à ce qu'elle était au cours de la dernière décennie. Ce qui fait que sur les marchés, il faut engager les meilleurs.

Transformer la MIC en un fonds souverain ?

La MIC peut-elle être transformée en un fonds souverain ? Pour Amit Bakhtia, cela ne pourra se faire étant donné la façon dont elle est structurée, investie et gérée. «Telle quelle, la MIC est un 'biryani' typiquement mauricien ; malgré une constitution et un mandat/stratégie d'investissement clairs. Un fonds de sauvetage n'est pas un fonds souverain, alors que certains actifs d'un véritable fonds souverain peuvent sûrement être utilisés, le cas échéant, pour renflouer et/ou aider des groupes systématiquement affaiblis lors d'une crise. Vous ne pouvez pas avoir un fonds de sauvetage investissant dans des infrastructures publiques, des entreprises privées. Un fonds souverain devrait être mis en place en tant que SWF, qui est matériellement différent de la MIC», recommande-t-il. Pour Sameer Sharma, la MIC est peut-être appelée un fonds souverain, mais il s'agit en fait d'un fonds de sauvetage axé sur les entreprises locales. Les marchés mondiaux sont beaucoup plus complexes et la nature dynamique dans laquelle un fonds souverain doit gérer l'argent dans les conditions actuelles du marché n'est pas une compétence qui est la même que la structuration d'une obligation convertible pour un acteur local, soutient-il.

Pour sa part, Jaya Patten estime que la création de la MIC en tant que subsidiaire de la BoM a été une décision mal avisée et un manque de jugement. Pour lui, la BoM devrait ainsi couper le cordon ombilical et restructurer la MIC pour en faire un fonds souverain autonome. «La MIC devrait fonctionner comme un fonds de capital-investissement en se concentrant sur le financement d'entreprises locales qui sont déjà surendettées et auraient du mal à lever des financements bancaires traditionnels. Il devrait également viser à aider ces entreprises à assainir leur bilan en vue d'une sortie éventuelle via les marchés de capitaux ou/et les marchés privés», préconise-t-il.