

**Séminaire
Vie des Affaires**

*organisé grâce aux parrains
de l'École de Paris :*

Air France
Algoé²
Alstom
ANRT
Areva²
Cabinet Regimbeau¹
Caisse des Dépôts et Consignations
CEA
Chaire "management de l'innovation"
de l'École polytechnique
Chambre de Commerce
et d'Industrie de Paris
CNRS
Conseil Supérieur de l'Ordre
des Experts Comptables
Danone
Deloitte
École des mines de Paris
EDF
Entreprise & Personnel
ESCP-EAP
Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme
France Telecom
FVA Management
Roger Godino
Groupe ESSEC
HRA Pharma
IDRH
IdVectoR¹
La Poste
Lafarge
Ministère de l'Industrie,
direction générale des Entreprises
Paris-Ile de France Capitale
Economique
PSA Peugeot Citroën
Reims Management School
Renault
Saint-Gobain
Schneider Electric Industries
SNCF¹
Thales
Total
Ylios

¹ pour le séminaire
Ressources Technologiques et Innovation
² pour le séminaire Vie des Affaires

(liste au 1^{er} mai 2009)

**LES FONDS SOUVERAINS :
MENACE OU OPPORTUNITÉ ?**

par

Patrice HIDDINGA

Analyste stratégique banque et finance

Christophe STALLA-BOURDILLON

Consultant international

Professeur d'économie

Séance du 6 février 2009

Compte rendu rédigé par Jacques Berthier

En bref

Créés il y a plus de cinquante ans, les fonds souverains ont été récemment vécus par les Occidentaux comme une menace. La forte augmentation des réserves de change, liées notamment à la production du pétrole par les pays du Golfe et aux excédents commerciaux asiatiques, a permis à ces pays d'exercer une influence mondiale grandissante, notamment par leurs investissements transnationaux via leurs fonds souverains. Dans le même temps, la mondialisation a généré une prospérité fondée sur les échanges entre les États, et à la fois réduit leur souveraineté en les rendant interdépendants. Du coup, on assiste au retour des États comme acteurs économiques à part entière, alors que, selon le modèle du capitalisme et du libre-échange, ils devraient se limiter à jouer un rôle d'arbitrage. Patrice Hiddinga et Christophe Stalla-Bourdillon explorent les fondements et les paradoxes de ce nouveau phénomène mondial, et s'interrogent sur son devenir.

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse
des comptes rendus ; les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs.
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

EXPOSÉS

Christophe Stalla-Bourdillon : D'abord diabolisés, les fonds souverains ont été présentés en 2006 comme une menace absolue, puis, en 2007, comme une menace relative. J'entends encore Jean Arthuis, président de la commission des Finances du Sénat, me dire début 2008 : « *Avons-nous les moyens de nous passer des fonds souverains ?* » Avec la sortie du rapport d'Alain Demarolle, 2008 fut en quelque sorte une année de sereine cohabitation avec les fonds souverains et, aujourd'hui, la menace semble minimisée, certains considérant qu'avec la crise, nous en avons fini avec le risque "fonds souverains". Nous sommes passés, en trois ans, de dérives populistes à une sorte de dédain, probablement excessif.

La mondialisation

La mondialisation pourrait se définir comme un décloisonnement du monde avec une accélération des flux d'échanges (marchandises, services, capitaux, travail, idées...). À la fin du siècle dernier, on a fait tomber un certain nombre de frontières (politiques, économiques, financières) pour favoriser l'échange, essentiel dans la vie économique. Dès lors qu'il y a production de richesses, chacun est plus ou moins obligé de se spécialiser dans une activité, ce qui le conduit à échanger avec d'autres pour satisfaire tous ses besoins. En général, la spécialisation et l'échange génèrent la prospérité : il n'y a pas de prospérité sans échange.

Tant que les espaces politique, juridique et économique se superposaient, les échanges ne posaient pas de problème. L'État en effet, créateur des conditions du cadre de ces échanges, récupérait une partie de la prospérité qu'ils généraient et en gérait la redistribution. Je ne connais pas d'économiste qui soit contre le libre-échange dans un espace politique et économique intégré, je dis bien "intégré". La prospérité naît alors d'échanges plus intérieurs qu'extérieurs. Aucun État ne songerait à rétablir les anciennes barrières douanières provinciales... abolies chez nous par nos révolutionnaires de 1789.

Le problème se pose quand l'espace économique de référence est plus vaste que l'espace politique territorial. Dans ce cas, les États restent enfermés dans leur territoire alors que la prospérité naît, en plus des activités domestiques, d'échanges avec l'extérieur, d'investissements nationaux à l'étranger et d'investissements étrangers sur leur propre territoire. La grande question est alors de savoir comment un État peut tirer parti de cette prospérité tout en préservant sa souveraineté. Comment créer les conditions qui permettront à des acteurs étrangers d'investir, donc de générer des richesses, des emplois et des recettes fiscales sur son sol ? Comment, d'autre part, rapatrier sur son propre territoire les dividendes d'une prospérité née sur les territoires étrangers (entreprises nationales, fonds financiers nationaux...)?

À cet égard, les choses se sont relativement bien passées sur le plan européen. Après le développement de la prospérité consécutif à l'ouverture des frontières, les États ont, avec le temps, renoncé à une partie de leur souveraineté et façonnent aujourd'hui un espace politique de plus en plus intégré. L'expansion économique et l'évolution de l'espace politique y ont été assez concomitantes.

Mais avec la mondialisation, les espaces politiques (les États) restent enfermés dans leur territoire, alors que l'espace financier est devenu mondial ; de même, en fonction des secteurs, les espaces économique, médiatique et linguistique sont désormais régionaux ou mondiaux. Comment, dans ces conditions, les États peuvent-ils optimiser l'exigence d'un retour économique sur la prospérité mondialisée et leur souveraineté ?

Les fonds souverains sont précisément au cœur de cette problématique. Le vrai patriotisme économique ne se dit pas, il se pratique... Et comme, pour des raisons évidentes, les fonds souverains ne révèlent que rarement leurs intentions, décrypter les stratégies qu'ils développent ne va pas toujours de soi.

Les États dans ce contexte

Tous les États développent aujourd'hui des capacités fantastiques d'influence, localement et dans le monde entier, en utilisant tous les moyens qui leur permettent de contrôler le monde à distance, comme les réseaux, les flux financiers, les langues, les satellites, les médias, l'internet, etc.

Attractivité et compétitivité sont les deux maîtres mots de notre époque. Il s'agit d'attirer chez soi les talents, les capitaux, les sièges sociaux, les laboratoires de recherche, les grands sportifs, pour profiter de tout ce qu'ils peuvent apporter de positif. Il s'agit aussi d'être compétitif à l'extérieur, ce qui est l'objectif de nombreuses entreprises et des États eux-mêmes.

C'est dans ce cadre-là qu'il faut considérer la problématique des fonds souverains, tout en étant bien conscient que certains débats sur le protectionnisme ou le nationalisme sont aujourd'hui dépassés.

Le retour de l'État

Patrice Hiddinga : Nous allons aborder le sujet des fonds souverains avec l'objectif de comprendre et d'analyser comment ils se situent dans le cadre macroéconomique des grands enjeux actuels, et en quoi ils constituent un élément parmi d'autres permettant aux États d'exercer leur influence. Précisons d'emblée que les fonds souverains peuvent être à la fois vécus comme une menace et une opportunité.

Parler du retour de l'État a de quoi étonner puisque le capitalisme est un modèle basé sur la propriété privée des moyens de production et sur la concurrence, l'État ne jouant qu'un rôle d'organisateur et d'arbitre. Avec la mondialisation, ce modèle a permis de générer une croissance économique extraordinaire encore jamais vue dans l'histoire de l'humanité, ce qui a amené Francis Fukuyama, philosophe et économiste américain, à dire, en 1992, que la démocratie et le libéralisme n'auront désormais plus d'entraves et que la guerre deviendra de plus en plus impossible. Selon lui, nous sommes en vitesse de croisière et plus rien n'arrivera : c'est la fin de l'histoire¹.

Mais depuis deux ans, alors que le ralentissement avive les tensions internationales, l'arrivée des fonds souverains a révélé un grand retour de l'État qui, grâce à eux, reprend la main en tant qu'actionnaire d'entreprises privées, que ce soit sur son territoire domestique ou dans d'autres États. Depuis quelques mois, les États tentent également de contenir les effets de la crise financière à coups d'injections d'argent public.

Deux phénomènes concomitants remettent ainsi en cause le bel ordre établi par Francis Fukuyama. Le premier est l'incrustation de la propriété publique dans un monde de propriété privée, pouvant aller notamment jusqu'à la nationalisation de certaines banques et, via des investissements publics transnationaux, jusqu'à celle de certains acteurs comme CEGELEC, entreprise dont le siège social est en France, nationalisée de fait puisqu'elle est désormais contrôlée par un fonds souverain du Qatar. Nous sommes là, pourrait-on dire, dans une logique d'"*inter(nationalisation)*". Le second phénomène est le fait que des investissements croisés en obligations, notamment d'État, constituent l'un des principaux flux financiers internationaux, avec des impacts macroéconomiques et géopolitiques très importants. Nous y reviendrons.

¹ Francis Fukuyama, *La fin de l'histoire et le dernier homme* (Collection Champs, Flammarion, 1992).

La souveraineté et ses paradoxes

La souveraineté est le fait d'exercer, de facto, le contrôle sur un pays et de n'être subordonné à aucun autre gouvernement. Elle amène à des notions de liberté et d'indépendance au niveau de l'État.

Souveraineté et indépendance

En économie ouverte, la souveraineté d'un État résulte de son indépendance financière et de sa capacité à assumer ses dépenses sur le long terme. En utilisant des notions de comptabilité privée, on pourrait dire que, pour être souverain, un État doit avoir un actif net comptable positif, c'est-à-dire davantage d'actifs que de dettes. Cela dit, ses actifs ne sont pas seulement financiers, mais aussi corporels – ses usines, ses immeubles, ses musées –, et incorporels – ses cerveaux et la capacité d'innovation qu'ils représentent.

Mais, paradoxalement, une preuve tangible de la souveraineté ne peut s'exprimer qu'en dernier ressort, c'est-à-dire quand un État choisit d'affirmer son autorité en ne remboursant pas sa dette ou en dévaluant sa monnaie afin de réduire sa charge financière. Par exemple, lorsque l'Argentine a choisi de ne pas payer sa dette, aucune armée ne l'a envahie pour récupérer des actifs comme aurait pu le faire un huissier dans une entreprise. Elle est restée souveraine.

Souveraineté et interdépendance

En réalité, du fait de la mondialisation, tous les États sont plus ou moins en situation d'interdépendance concrétisée par une détention croisée de titres de propriété ou d'obligations. D'une certaine manière, les États les plus isolés sont les plus souverains et, à l'inverse, l'augmentation des richesses créées par le commerce, la croissance économique et les échanges internationaux réduit la souveraineté d'un État.

Souveraineté et dépendance

Ainsi, paradoxalement, souveraineté et richesse peuvent être antinomiques. Certains États dont les fonds souverains sont les plus riches, sont aussi très dépendants du commerce international, et donc, selon notre définition, sont les moins souverains.

Christophe Stalla-Bourdillon : Voici un autre paradoxe. La Corée du Nord est très souveraine – elle dispose même de l'arme nucléaire – mais elle est pauvre pour n'avoir pas su rentrer dans la mondialisation, et du coup elle est très dépendante de la Chine et de l'aide alimentaire.

Souveraineté et prospérité

Prenons Singapour. C'est un pays probablement moins souverain formellement que la Corée du Nord, et très interdépendant, mais il est riche et, par cette richesse, il redevient une puissance d'influence finalement plus souveraine. En économie ouverte, le défi est de devenir et rester fort dans l'interdépendance. Cela passe par une prospérité maîtrisée à l'échelle internationale et non pas par une fermeture des frontières. Il y a un subtil équilibre à trouver. Cela souligne la pertinence du débat actuel sur souveraineté et prospérité : si j'accepte des talents ou des capitaux étrangers, je vais peut-être perdre en indépendance donc en souveraineté, mais en même temps cela me rendra peut-être plus riche, ce qui me redonnera de la puissance et donc finalement de l'indépendance...

Patrice Hiddinga : ...via notamment les fonds souverains puisque Singapour en a deux alors que la Corée du Nord n'en a pas. Le fonds souverain est ainsi un moyen de projection de puissance et de restauration de la souveraineté qui avait été perdue du fait de l'interdépendance créée par le commerce international.

Christophe Stalla-Bourdillon : Avec la mondialisation, tous les pays se sont lancés à leur rythme dans une course poursuite pour occuper l'ensemble du planisphère, soit en souveraineté, soit en influence. Mais les États voient aujourd'hui leur souveraineté contestée, voire contournée, par de nombreux acteurs, comme les organisations internationales, les ONG, les entreprises transnationales, les fonds financiers privés. Même pendant la crise financière que nous traversons, de nombreuses organisations privées sont bien plus puissantes que beaucoup d'États.

Les fonds souverains participent évidemment de cette stratégie de soutenir la politique d'influence de certains États en prenant des positions en dehors de leur territoire national. Alors, plutôt que de nous lamenter sur les Russes, les Chinois ou d'autres, qu'attendons-nous pour partir à la conquête du monde avec nos propres fonds financiers, souverains ou non ?

L'investissement de l'épargne

L'épargne privée

Patrice Hiddinga : Ce sont les revenus du travail et les revenus du capital qui permettent, après soustraction des dépenses, de générer une épargne privée. Elle s'investit en produits financiers – *actions* ou *obligations* – ou dans des *fonds mutuels* qui sont en France les SICAV ou les fonds communs de placement, en termes plus génériques les OPCVM (Organisme de placement collectif en valeurs mobilières). Dans de nombreux pays, mais c'est un peu moins vrai en France, l'épargne privée est aussi investie dans des *fonds de pension*.

L'épargne publique

L'épargne publique est générée, après défalcation des dépenses, par les excédents budgétaires, les revenus du capital et les réserves de change, ces dernières correspondant à la contre-valeur, en monnaies étrangères, de l'équivalent de la balance commerciale. Elle est directement investie en *actions* et en *obligations*, ou alimente un *fonds souverain*, véhicule spécifique créé pour investir l'épargne publique. En général, les fonds de pension alimentés par l'épargne privée sont également abondés par les États.

Les fonds souverains

Quelle somme représentaient ces fonds souverains en 2008 ? D'abord évalués à 3 000 milliards de dollars, ils ont perdu de l'argent en cours d'année comme beaucoup d'autres fonds, ce qui fait qu'aujourd'hui on parle plutôt de 2 400 milliards de dollars...

Christophe Stalla-Bourdillon : ...un montant quand même supérieur au PIB de la France ! Il faut noter cependant que les fonds souverains ne constituaient, avant la crise, que 5 % de la capitalisation boursière mondiale, ce qui finalement n'est pas grand-chose.

Patrice Hiddinga : Par comparaison, les *hedge funds* totalisent à peu près 1 000 milliards de dollars début 2009, après avoir perdu plus de 50 % de leurs encours durant l'année 2008. Cela dit, je reviendrai sur le fait que la taille d'un fonds n'est pas synonyme d'activité et de capacité d'influence.

Christophe Stalla-Bourdillon : C'est en effet l'intention qui compte. Les fonds souverains avec 2 400 milliards de dollars ont davantage d'influence que les fonds mutuels avec leurs 40 000 milliards de dollars.

Patrice Hiddinga : Il faut penser aussi à l'évolution future. Le montant actuel des réserves de change – 6 500 milliards de dollars – va augmenter de manière importante dans les années qui viennent, et grossir d'autant le flux de l'épargne publique. Ce serait du reste une erreur que de limiter le champ de notre analyse au fonds souverain, au sens où il n'est qu'un outil, une manifestation parmi d'autres du retour de l'État sur la scène économique, l'épargne publique

étant investie de différentes manières dans la sphère privée. Par exemple la Chine, dont les deux fonds souverains totalisent 700 milliards de dollars, détient actuellement 1 900 milliards de dollars en réserves de change, et en investit 80 %, principalement en obligations d'État – notamment américaines – et en bons du Trésor.

Christophe Stalla-Bourdillon : Pourquoi les fonds souverains ont-ils été ostracisés depuis 2006 ? D'abord parce qu'avec plusieurs milliers de milliards de dollars, leur capacité d'action peut effrayer. Ensuite parce qu'ils ne se limitent plus à investir dans des obligations d'État : ils sont passés successivement à des obligations convertibles en actions, puis à des investissements en actions au point de devenir actionnaires minoritaires significatifs. S'ils devenaient un jour actionnaires majoritaires, n'y aurait-il pas un risque de "pillage" des technologies, des savoir-faire... ? Enfin, alors que les tout premiers fonds souverains, essentiellement ceux de Singapour, du Canada, de la Norvège et des pays du Golfe, étaient détenus par de petits États qui ne représentaient pas forcément une menace, des puissances émergentes comme la Chine et l'Inde, et plus récemment la Libye et le Venezuela s'en sont dotées. Et du coup l'inquiétude a monté. La chancelière allemande, Angela Merkel, disait il y a quelques années : « *La question est de savoir si la prise de participation d'un fonds souverain doté de capitaux publics n'est pas liée à la volonté d'exercer une influence politique.* »

Une accumulation des réserves de change

Patrice Hiddinga : C'est une accumulation inédite des réserves de change, entre 2000 et 2006, qui a fait que les fonds souverains sont soudain apparus sur le radar des occidentaux. Au cours de cette période, celles provenant des pétrodollars sont passées de 1 200 à 3 400 milliards de dollars, du fait de la hausse du prix du pétrole, et celles des pays asiatiques, de 1 000 à 3 100 milliards de dollars, grâce à leurs excédents commerciaux. Ces fonds souverains ont donc émergé en miroir de nos déficits et de nos faiblesses commerciales qui ont créé un déséquilibre durable des échanges. Pour rééquilibrer nos échanges avec l'Asie et notre dépendance vis-à-vis du pétrole, il faudra en effet plusieurs décennies pendant lesquelles des réserves de change continueront à s'accumuler, du fait notamment d'une succession prévisible de bulles financières concernant en particulier les matières premières, et à donner ainsi aux pays asiatiques et aux pays du Golfe une forte capacité d'agir et de projeter leur puissance et leur influence. On peut s'attendre à ce que ces réserves atteignent 7 000 milliards de dollars d'ici quelques années, car avec l'actuelle faiblesse du prix du pétrole, les investissements qui le concernent vont se raréfier et donc entraîner une pénurie qui, au moment de la reprise économique, propulsera de nouveau son prix à des sommets. La seule inconnue est de savoir quand cela va se produire.

Un "capitalisme d'État transnational"

Parler de capitalisme d'État peut sembler paradoxal mais cela correspond à une réalité, notamment avec les nationalisations qui peuvent se faire de façon dogmatique, comme ce fut le cas en France par un gouvernement de gauche en 1981, ou de manière beaucoup plus pragmatique, par des gouvernements de droite comme de gauche, par exemple en Allemagne et en Angleterre où des banques comme Hypo Real, Northern Rock, etc., ont été récemment nationalisées en situation de sortie de crise.

Des investissements d'État peuvent aussi se justifier quand il s'agit de développement économique local, et même de manière transnationale avec l'objectif de diversifier les sources de richesse et rechercher des rendements, des logiques qui amènent les États à anticiper la fin de ressources en matières premières. Par exemple la Chine investit beaucoup dans ce but en Australie, en Afrique ou en Amérique du Sud, dans des logiques de filière industrielle...

Christophe Stalla-Bourdillon : ... et géopolitique, car la Chine cherche des pays comme l'Iran ou le Soudan pour le pétrole, mais également Cuba, le Nicaragua, le Venezuela, l'Équateur, le Pérou, la Bolivie, autant de pays non inféodés aux États-Unis et qui ont quelque chose à vendre. La Chine intervient dans ces pays pour y consolider l'économie et du même coup sa relation géopolitique.

Patrice Hiddinga : Par ailleurs, le fait de procéder à des investissements internationaux permet aux États de contenir leur inflation. C'est aussi pourquoi la Chine a investi principalement à l'étranger ses 1 900 milliards de réserves de change à la fin de l'année 2008.

Enfin, cela permet aux États de projeter leur puissance, soit parce qu'il s'agit pour eux d'une arrière-pensée pas nécessairement affichée, soit parce que la puissance qu'ils n'avaient pas forcément souhaitée a priori est un résultat de fait de leur investissement.

Christophe Stalla-Bourdillon : Voici nos États désormais mondialisés. Dans cette logique, les États qui sont en compétition les uns avec les autres, accompagnent discrètement leurs acteurs économiques (ils ne le disent pas mais beaucoup le font) et deviennent eux-mêmes acteurs de la compétition parce que c'est leur intérêt. Sur leur territoire, les États, arbitres-régulateurs, mettent une certaine distance avec leurs entreprises – que la meilleure gagne ! – mais quand ils se battent à l'extérieur, ils s'en rapprochent fortement, discrètement bien sûr ! Cette relation ambiguë des États avec leurs entreprises est aujourd'hui une vraie problématique. Sont-ils arbitres-régulateurs ou partenaires des entreprises ? De fait, ils sont obligés d'être les deux. N'y a-t-il pas là un conflit d'intérêts majeur entre les États et les entreprises, qui nuit à la saine concurrence mondiale célébrée par les économistes libéraux ? Ne serait-ce alors qu'une supercherie intellectuelle ? N'y a-t-il pas un risque de collusion État-entreprise, donc de corruption (pas de service gratuit naturellement...) ? La vérité est probablement devant nous...

La cartographie des fonds souverains

Patrice Hiddinga : Les pays qui ont mis en place des fonds souverains sont liés à l'exploration des matières premières, pour l'essentiel le pétrole et le gaz de la Russie et du Golfe, et aux ressources minérales de l'Afrique et de l'Amérique du Sud. Ensuite viennent les pays de l'Asie du Sud-Est qui ont généré par leurs exportations des réserves de change qui les ont amenés à créer des fonds souverains, notamment celui de Singapour et les deux fonds chinois (SAFE et CIC). La France, quant à elle, s'est dotée d'un Fonds stratégique d'investissement (FSI) qui est en réalité son fonds souverain, bien qu'il n'en porte pas le nom. Nous en reparlerons.

Une carte détaillée de la répartition mondiale des fonds souverains et de leurs montants estimés en 2008 est consultable sur le site web de l'École de Paris :

<http://www.ecole.org/lalettre/fondssouverains.html>. Nous y avons également indiqué, pour mémoire, les principaux fonds de pension – notamment notre propre Fonds de réserve pour les retraites (FRR) – qui, eux, ne visent que la rentabilité, et non la projection de puissance.

Christophe Stalla-Bourdillon : D'une manière générale, les montants des fonds souverains restent flous, ce qui est probablement voulu et en tout cas volontairement entretenu, car ces fonds peuvent aussi avoir une fonction de dissuasion. À la question de savoir ce que Valéry Giscard d'Estaing ferait en matière de dissuasion nucléaire si les Soviétiques envoyaient un missile sur la France, il avait eu cette réponse énigmatique et fantastique : « *Il est bon qu'ils se posent la question.* » En matière de dissuasion, rien ne vaut le flou, car le doute est plus efficace que la prévisibilité.

Les enjeux

Taille relative et impact absolu

Patrice Hiddinga : Pendant que les réserves de change vont progresser au rythme du commerce mondial, les encours des fonds mutuels et des fonds de pension vont, eux, se réduire. En effet, avec le papy-boom, les fonds de pension vont payer les retraités qui, pour continuer à consommer, vont aussi utiliser leur épargne. Comme nous ne sommes pas sûrs de pouvoir financer nos retraites avec notre propre création de richesse, nos dirigeants encouragent depuis longtemps l'émergence de l'Asie, en se disant que demain elle va aussi

produire des richesses qui, converties en épargne, vont contribuer à compenser l'effet du papy-boom. C'est bien une manière de préparer l'avenir que de favoriser sciemment le développement du commerce international.

Compte tenu du fait qu'en relatif, les autres fonds verront leurs encours baisser, les fonds souverains vont donc continuer à gonfler pour passer, dans quelques années, de 5 % à peut-être 10 % de l'épargne mondiale. Puisqu'ils vont être alimentés par des rentrées d'argent alors que les autres seront plutôt en phase de désinvestissement, ils seront, en flux, les principaux acheteurs ou vendeurs. Disposant d'argent nouveau à investir, ils auront des stratégies d'investissement de plus en plus sophistiquées et auront une influence très importante sur les marchés financiers, un peu comme les *hedge funds* qui, en étant hyperactifs, avec un tout petit montant d'encours, pendant que les autres n'achètent ni ne vendent, arrivent à faire varier un cours de Bourse de manière très importante dans une même journée. Même s'ils ne représentent, en stock, que quelques pour cent de l'épargne mondiale, les fonds souverains auront, en flux, un impact important dans les années qui viennent.

Objectifs financiers

Les fonds souverains sont des investisseurs vraiment particuliers car leur horizon d'investissement est celui des États, donc de beaucoup plus long terme que celui de tous les autres investisseurs. Ils sont à la recherche de rendement et de plus-value, sans que cela les empêche pour autant d'avoir par ailleurs d'autres objectifs ou des arrière-pensées.

Christophe Stalla-Bourdillon : Cela dit, ils ont été pour la plupart très mauvais en matière de valorisation financière, car, avant la crise, ils avaient investi 60 milliards de dollars dans des banques qui sont aujourd'hui en pleine déconfiture.

Patrice Hiddinga : Pour l'anecdote, selon l'émir d'Arabie Saoudite, la crise financière aurait été orchestrée par les pays occidentaux, et notamment les États-Unis, de manière à réduire l'influence des États du Golfe et à capter finalement la richesse que leurs fonds souverains avaient investie dans l'économie occidentale.

Comment les fonds souverains vont-ils réagir maintenant ? Comme la veuve de Carpentras, qui ayant tout perdu décide de sortir ? Ou bien comme des investisseurs avisés, Warren Buffett ou Carlos Slim par exemple, qui vont considérer au contraire que c'est le moment d'acheter ? Tout va dépendre en fait de leur maturité et de leur capacité à écouter leurs conseillers financiers.

Christophe Stalla-Bourdillon : Pour la plupart, ils manquent de moyens humains, en nombre et en compétence. Du coup, nombreux sont les banquiers licenciés d'établissements prestigieux qui cherchent à y entrer.

Objectifs stratégiques

Patrice Hiddinga : De notre point de vue, un fonds souverain a forcément un objectif stratégique parce que l'État n'est pas un *homo œconomicus* comme les autres et ses objectifs, au-delà du rendement, sont nécessairement multiples : ils impliquent notamment la défense nationale, l'influence, la souveraineté interne et externe, la projection de puissance, etc.

Christophe Stalla-Bourdillon : Mais il y a obligatoirement un double discours. Tous les États ont une armée prête à intervenir mais évidemment c'est une armée pour la paix. C'est pareil pour les fonds souverains. Il ne faut pas être naïf. Pourquoi se priveraient-ils d'une telle arme financière d'influence ?

Une zone de non-droit

Patrice Hiddinga : Des observateurs ont essayé de mettre en évidence qu'il y avait certains problèmes avec les investissements de certains États. Ils ont notamment fait des études sur la transparence des investissements, la gouvernance de ces fonds, la réciprocité des investissements, etc.

Christophe Stalla-Bourdillon : Il ne faut pas non plus espérer trop de transparence, c'est comme si on demandait au ministère de la Défense français d'être transparent. Ne rêvons pas !

Patrice Hiddinga : Un fonds souverain n'est pas un fonds comme les autres, puisqu'il n'a pas d'autorité de supervision. L'AMF (Autorité des marchés financiers) ne pourra pas prendre de sanction envers un émir du Golfe s'il a commis un délit d'initié via son fonds. Le fonds souverain est dans une zone de non-droit.

Développer une approche gagnant-gagnant

Que nous le voulions ou non, les fonds souverains font partie de notre écosystème. Essayons donc de développer avec eux une approche gagnant-gagnant, car ils présentent de gros avantages : ce sont des actionnaires idéaux avec leur vision de long terme et leur très forte capacité d'investissement ; lorsqu'ils entrent au capital d'une entreprise, ils rassurent sur sa pérennité, et surtout ils peuvent en devenir partenaires, notamment en lui donnant un accès privilégié à leur propre marché domestique : par exemple, le fonds souverain de Singapour a investi dans UBS, lui donnant ainsi un formidable accès au marché de la banque privée à Singapour.

Christophe Stalla-Bourdillon : Autres exemples : le fonds souverain chinois SAFE (*State Administration of Foreign Exchange*) a investi 1,6 % chez Total, ce qui favorisera son entrée en Chine. EADS et Thales ont également dans leur capital des fonds souverains de pays du Golfe.

Patrice Hiddinga : Il nous semble que les entreprises dignes d'intérêt pour un fonds souverain devraient le choisir dans une démarche proactive afin de développer avec lui une *affectio societatis* lui permettant de comprendre les enjeux de l'entreprise et de participer à son développement sur le long terme. Cela leur éviterait du même coup d'avoir à subir un investissement non voulu d'un autre fonds souverain.

Le Fonds stratégique d'investissement, un "OFNI"

Christophe Stalla-Bourdillon : Patrice Hiddinga et moi-même avons réfléchi depuis 2007 à la création d'un fonds souverain français, et avons ainsi contribué au débat ayant précédé sa constitution. Le Fonds stratégique d'investissement ne représente aujourd'hui qu'une partie de ce que nous avons imaginé. Selon nous, il s'agit encore d'un "OFNI" – un objet financier non identifié – parce qu'il n'a été présenté que comme un fonds défensif sur le territoire français. Il lui manque à notre avis les volets les plus intéressants et les plus importants : en premier lieu celui de la conquête à l'extérieur du territoire français, par des investissements dans les infrastructures, les matières premières, les technologies étrangères.

Patrice Hiddinga : En second lieu, la France joue un rôle de précurseur en assumant la création d'un fonds stratégique et en invitant les autres pays européens à se joindre à ce fonds. On peut penser que d'autres États occidentaux feront le choix de participer à cette évolution de l'écosystème financier mondial.

DÉBAT

Des fonds proches du pouvoir

Un intervenant : *À qui les gestionnaires des fonds souverains rendent-ils des comptes ? Quels sont leurs effectifs ?*

Christophe Stalla-Bourdillon : Cela dépend beaucoup des États. La Norvège a un site internet dédié à son fonds souverain. Tout y est transparent, qu'il s'agisse des objectifs, du montant du fonds ou de ses mouvements. Mais c'est une exception. En Russie, en Chine ou au Qatar par exemple, les fonds souverains ne rendent des comptes qu'aux autorités de leur État, en restant très flous quand il s'agit d'autres interlocuteurs. Si le fonds qatari – le QIA (*Qatari Investment Authority*) – qui représente peut-être 50 milliards de dollars, n'est administré que par 130 personnes ; le premier fonds souverain des Émirats arabes unis – l'ADIA (*Abu Dhabi Investment Authority*) – qui gère aujourd'hui entre 350 et 700 milliards de dollars (après en avoir géré, il y a un an, entre 600 et 800), emploie quant à lui 1 100 personnes. Tous ces fonds rendent des comptes à leur État via leur ministère des Finances ou de l'Économie.

Patrice Hiddinga : Dans la plupart des pays autocratiques, les fonds souverains sont très proches du pouvoir, souvent via la banque centrale locale. Par exemple, le plus gros fonds souverain chinois – le SAFE – qui gère environ 1 400 milliards de dollars essentiellement investis en obligations et maintenant en actions, rend des comptes à la Banque centrale chinoise.

Vers un fonds souverain européen ?

Int. : *Vous avez peu parlé de l'Europe, ce qui me surprend après votre exposé sur la cohérence entre l'univers économique et l'univers politique. Le projet d'un fonds souverain européen ne pourrait-il pas être l'occasion d'amorcer un embryon de politique européenne de souveraineté ?*

C. S.-B. : Dans la période où les fonds souverains étaient diabolisés, Patrice Hiddinga et moi-même avons pensé qu'il valait mieux faire comme les autres en bâtissant d'emblée un fonds souverain européen, tourné vers l'intérieur et l'extérieur de l'Union européenne, plutôt que de nous enfermer dans notre territoire. Nous avons pu exposer cette idée aux plus hautes instances de l'État où elle a reçu un très bon accueil : il a été décidé qu'elle serait présentée par la personne idoine pendant la présidence européenne, ce qui a été fait. Mais entre-temps, la crise financière éclatant, le fonds souverain européen est devenu français, puis s'est transformé en un fonds stratégique d'investissement uniquement défensif, alors que notre idée de départ était qu'au moins deux ou trois pays de l'Union européenne puissent participer à un vrai fonds souverain européen.

Int. : *D'après votre description, un fonds souverain suppose une puissance financière et une sorte de monarchie qui en dispose à son gré. Or ce n'est pas le cas en Europe.*

C. S.-B. : Certes, mais il y a bien une banque centrale européenne et un taux directeur. Il y a donc des bases pour aller de l'avant.

La position de l'Allemagne

Int. : *Parmi les pays qui peuvent se doter de fonds souverains figurent ceux qui ont des excédents industriels, comme la Chine et l'Allemagne. On a beaucoup parlé des fonds souverains de la Chine, mais que fait l'Allemagne de l'argent que représentent ses excédents ? Finalement, s'il lui était possible de se joindre au FSI français, celui-ci pourrait devenir l'investisseur international qu'il n'est pas encore.*

P. H. : L'Allemagne a choisi d'utiliser son excédent commercial en l'investissant chez elle tout en contenant sa dette fédérale, une des plus élevées d'Europe avec ses 1 000 milliards d'euros. Ceci dit, en 2008, elle s'est posé la question de créer un fonds souverain, mais après six mois de débats, elle y a renoncé faute de consensus fédéral.

C. S.-B. : Cela constitue évidemment un point de blocage dès lors qu'il est question d'un fonds souverain européen.

P. H. : Une note d'optimisme malgré tout : une des raisons pour lesquelles la Chine et les États-Unis ne se feront certainement pas la guerre, c'est qu'ils sont devenus interdépendants. Cette interdépendance croissante entre les États servira peut-être d'amortisseur, non seulement des crises financières, mais aussi des conflits géopolitiques.

Un équilibre fragile

Int. : *Alors qu'il n'y a pas de principes régulateurs, de tribunaux, de codes pour régir les échanges mondiaux, ça marche quand même parce que les morales nationales tiennent lieu de gyroscopes – il y a des choses qui ne se font pas en Norvège –, ou parce qu'il y a une morale pilote – tous les contrats d'exploitation du pétrole se ressemblent puisqu'ils viennent du même cabinet d'avocats londonien –, ou encore, et là c'est de l'angélisme, il y aurait une conscience mondiale – l'ONU, un tribunal international, des magistrats qui feraient référence pour tout le monde. Il doit y avoir un peu de tout cela, mais cela me paraît extrêmement fragile.*

C. S.-B. : L'efficacité de la fameuse "main invisible" d'Adam Smith m'a toujours laissé perplexe. La crise actuelle met en évidence un réel problème de gouvernance au niveau de la régulation mondiale, problème qui était moins apparent en période d'enrichissement général.

P. H. : Dès 2007, nos politiques se sont posé la question de savoir qui pourrait jouer un rôle d'arbitre des fonds souverains et éventuellement leur imposer des règles. D'un côté, le FMI (Fonds monétaire international) a eu la mission de leur proposer un code de bonne conduite alors qu'ils voulaient investir sans barrières nationales, et de l'autre l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) a défini des règles pour l'accueil des fonds souverains dans les États. En réalité, cet équilibre "gagnant-gagnant" est effectivement très fragile car il n'y a ni superviseur mondial ni coercition possible.

L'argent de la drogue

Int. : *Vous n'avez pas parlé de l'argent de la drogue qui représente des sommes faramineuses. Est-ce que cet argent se recycle quelque part dans les capitaux ?*

C. S.-B. : Ces flux blanchis se mélangent le plus souvent à des flux propres. L'argent sale a toujours une façade légale, ce qui rend très difficile son identification. De plus, dans ces affaires, il s'agit le plus souvent d'un délit commis par de nombreuses personnes, chacune ne représentant qu'une partie de ce délit. C'est pourquoi il est extrêmement ardu de pister l'argent de la drogue, comme, du reste, celui de tous les trafics illicites.

P. H. : L'argent de la drogue est un des éléments du circuit économique mondial. Mais comme celui des organisations internationales, terroristes ou autres, il est plutôt dans des fonds privés et rarement dans des fonds d'État.

Quelques nuances

Int. : *Les pays du Moyen-Orient créent leurs fonds souverains grâce au pétrole, et les investissent dans l'économie mondiale. Mais si le prix du pétrole devient tel que la demande ne suit plus, ils sont alors pris à leur propre jeu car ils ne peuvent pas tuer leurs propres investissements, ce qui les conduit à baisser le prix du baril. Il y a donc une certaine moralisation du système par intérêt commun, ce qui réduit du même coup la nocivité potentielle de ces fonds.*

Par ailleurs, vous soulignez un retour en force de l'État dans le capital. Or, au XIX^e siècle, l'essor du capitalisme n'est pas né spontanément de la libre concurrence, mais il a été complètement lié aux politiques des États. Aujourd'hui, il faut être aussi naïf que les commissaires européens pour s'imaginer que les règles du néolibéralisme doivent jouer en Europe, alors que le Japon, les États-Unis, et maintenant la Chine sont des États particulièrement protectionnistes. Il ne s'agit pas vraiment d'un retour en force de l'État, mais plutôt de la prise de conscience qu'il faut calmer le jeu des excès du libéralisme.

C. S.-B. : En France l'État a toujours été présent, mais, à la fois régulateur et arbitre, il s'est longtemps limité à favoriser la concurrence entre les entreprises (pour que les meilleures gagnent) tout en livrant à elles-mêmes les sociétés agissant à l'étranger (peu ou pas de soutien). Petit à petit les choses ont évolué parce que notre État a compris que notre prospérité dépendait aussi de la performance de nos entreprises en dehors de France. Comme je l'ai indiqué, l'État n'est pas toujours très à l'aise dans cette relation ambiguë d'arbitre-partenaire...

Le danger vient d'ailleurs

Int. : *Vous avez dit que les investissements publics se faisaient de façon directe ou via des fonds souverains. Mais dans des pays où ces fonds existent, y a-t-il aussi des investissements directs ? Si oui, on peut penser que certains États ne créent des fonds souverains que pour y cantonner une partie de leurs ressources en fonction de critères strictement financiers. Ce serait alors une erreur de se focaliser sur la dangerosité ou la nocivité de ces fonds puisque ce dont il faudrait au contraire se méfier, c'est justement tout ce qui ne transite pas par eux.*

P. H. : Effectivement, les investissements à l'étranger ne se font pas seulement via les fonds souverains. Une étude récente² estime que les Chinois, fonds privés et publics confondus, détiennent 1 700 milliards de dollars d'actifs américains, un sujet qui couvre à la fois des aspects géopolitiques, géostratégiques et financiers particulièrement intéressants. Dans cette relation "gagnant-gagnant", les Chinois et les Américains s'observent en se demandant jusqu'à quel point leur souveraineté a disparu au profit d'une relation d'interdépendance. Ces 1 700 milliards de dollars qui font de la Chine le premier investisseur aux États-Unis, représentent d'une part des investissements directs des banques centrales et du SAFE en bons du Trésor américain – c'est la partie émergée de l'iceberg –, et d'autre part ceux de réseaux chinois qui investissent aux États-Unis via la diaspora, les entreprises chinoises, les paradis fiscaux, etc.

Ce sont bien toutes ces sources d'investissements – les États, les entreprises, les individus – qui créent finalement une réelle interdépendance entre les différentes populations du monde.

Int. : *Vous semblez confirmer que les fonds souverains représentent la part la plus vertueuse des investissements.*

P. H. : Pas vraiment la part la plus vertueuse, mais la plus visible et la plus assumée des investissements internationaux.

Rendre publiques des richesses privées

Int. : *Par quel biais les États peuvent-ils récupérer les richesses produites par le secteur privé et les rendre publiques ? En Ukraine, par exemple, nous avons de grands groupes industriels producteurs de matières quasi premières comme l'acier, mais ils sont privés, et nous n'avons pas de fonds souverain. Comment le groupe Tata, par exemple, peut-il alimenter le fonds souverain de l'Inde ?*

C. S.-B. : Tout simplement en payant des impôts. Le fait que les Européens paient vraiment leurs impôts étonne toujours les Latino-Américains. Mais s'ils les paient, c'est qu'ils en voient les résultats, alors qu'au Brésil et au Mexique, champions de l'évasion fiscale, tout le monde trouve normal de frauder, même aux plus hauts niveaux de l'État.

² Bureau d'études géoéconomiques du *Council of Foreign Relations Center*, 2009.

P. H. : Le contrôle des changes permet aussi d'extraire la richesse. Ce qu'un groupe ukrainien exporte aux États-Unis est payé en dollars. Mais pour pouvoir rémunérer ses ouvriers, il devra transformer ces dollars en monnaie locale. C'est la banque centrale ukrainienne qui jouera ce rôle en créant cette monnaie, tout en conservant les dollars sur un compte ouvert à la Réserve fédérale des changes (la FED) de New York. Ensuite le gouvernement ukrainien peut décider d'investir ces réserves, par exemple dans des actions du New York Stock Exchange. Il y a donc une politique monétaire au sein du pays exportateur, et une politique de change vis-à-vis de l'extérieur.

Int. : *C'est typiquement le cas de l'Inde dont la monnaie n'est pas convertible.*

Une menace pour la gouvernance ?

Int. : *Les fonds souverains ne constituent-ils pas une menace pour la gouvernance des entreprises où ils investissent ?*

C. S.-B. : Ce sont en général de petits actionnaires qui n'ont que rarement un poste au conseil d'administration et peu de moyens d'exercer leur influence aux niveaux technologique, commercial, etc. Total, EADS et d'autres entreprises sont allées elles-mêmes chercher des fonds souverains, les considérant à la fois comme une aide financière et un moyen de pénétrer certains marchés.

Int. : *Mais vous avez dit que les fonds souverains sont une projection de puissance à l'étranger, or ils sont généralement minoritaires là où ils investissent. S'agit-il d'une situation transitoire ?*

C. S.-B. : Exactement. Vous pouvez entrer comme actionnaire minoritaire dans une entreprise, tout en sachant que l'actionnaire principal n'aura pas les moyens de suivre la croissance, et qu'un jour ou l'autre il se posera la question de l'augmentation du capital. À ce moment-là, vous passerez tout naturellement de minoritaire à majoritaire.

P. H. : Certains observateurs disaient, début 2008, qu'aucun fonds souverain n'avait jamais été représenté au conseil d'administration ni pris de participation majoritaire dans une quelconque entreprise. Un mois plus tard, c'est un fonds des Émirats qui rentrait au conseil d'administration de Barclays, et en octobre 2008, un fonds d'investissement qatari qui prenait le contrôle de CEGELEC. Ce sont là des signaux faibles qui soulignent que nous sommes bien dans un processus évolutif.

Int. : *Alors que le Fonds européen d'investissement (FEI) s'attache au financement de nouveaux projets un peu partout en Europe, les fonds souverains manifestent-ils aussi l'envie de financer l'innovation ?*

P. H. : Aucun d'eux n'affiche cet objectif.

C. S.-B. : Je rappelle à cet égard qu'en France, onze secteurs de la défense et de la sécurité sont protégés à l'investissement. Bernard Carayon, féru d'intelligence économique et député du Tarn, a recensé quant à lui six secteurs stratégiques où des fonds souverains hostiles pourraient intervenir et où l'État doit être encore plus vigilant : l'armement, l'aéronautique et l'espace, l'énergie, la pharmacie et la génétique, la sécurité ainsi que les technologies de l'information et de la communication. Mais il pourrait en exister bien d'autres. Par exemple, le groupe LVMH pourrait être considéré stratégique du point de vue des recettes fiscales, ou telle start-up, qui aujourd'hui ne représente pas grand-chose, mais dont le potentiel peut être énorme. C'est pourquoi je n'adhère qu'en partie au périmètre stratégique français.

Une menace pour la démocratie ?

Int. : *Quand un État comme la France intervient sur le territoire français, sa politique économique est légitime, même s'il commet des erreurs. En revanche, lorsqu'il se projette à l'étranger pour faire des investissements en partenariat avec de grandes entreprises contrôlées par des élites françaises et qu'en plus il le fait dans le secret, sa légitimité est contestable. Finalement, qu'est-ce qui est le plus dangereux pour la population française, est-ce une participation de l'émir du Qatar dans l'économie française, ou est-ce Bernard Arnault, François Pineau ou Claude Bébéar ? Dans l'Athènes antique, quand un homme devenait trop puissant, on l'obligeait à partir parce qu'il constituait une menace pour la démocratie.*

C. S.-B. : En intelligence économique, on distingue risque et menace. Le risque, c'est par exemple un tsunami, un tremblement de terre. La menace est la manifestation d'une intention malveillante avec une capacité de nuire. Il est clair qu'elle ne dépend pas de la nationalité des individus. C'est donc une question d'appréciation personnelle.

Int. : *Mais comment l'État peut-il avoir une politique légitime s'il ne répond pas à ces questions ?*

C. S.-B. : Vous avez l'intention officielle, et l'intention cachée que l'intelligence économique essaie de décrypter, parce qu'évidemment tout le monde vous chante une certaine chanson. La vraie difficulté est bien là.

“Sérendipité” et sophistication

Int. : *Je suppose que les États dont les fonds souverains ont fait de mauvaises affaires n'ont pas envie que ça recommence. Pour limiter ce risque, ces fonds vont-ils essayer d'intervenir pour recréer un nouvel ordre économique mondial ?*

P. H. : La “serendipité”, du mot anglais *serendipity*, signifie faire des découvertes inattendues, ou apprendre en marchant, ce que font les fonds souverains. Après avoir perdu de grosses sommes d'argent, leur compréhension de leur écosystème est de plus en plus mature, et ils se sophistiquent. L'investissement direct dans les entreprises et leur entrée récente dans le *private equity* sont des signes faibles qui ne trompent pas. Les milliers de traders réduits au chômage sont autant de cerveaux prêts à réfléchir à la sophistication et l'efficacité des investissements des fonds souverains. Si ces nouveaux acteurs nous mènent à un nouvel ordre mondial, ce ne sera pas réellement voulu, car ils n'imaginent certainement pas un tel objectif. Mais il est sûr que ce phénomène aura des conséquences. Il ne faut surtout pas croire ceux qui prédisent la fin des fonds souverains, car ils sont là pour durer, et nous n'avons pas fini d'en parler.

Présentation des orateurs :

Patrice Hiddinga : master Finance, Université de Lyon 2 (1995) et Executive MBA Dauphine (2003) ; analyste stratégique banque et finance ; treize ans d'expérience dans plusieurs institutions financières en France et en Allemagne ; chef de projet sur divers partenariats en Chine, en Corée du Sud et plus récemment en Inde.

Christophe Stalla-Bourdillon : ESSEC 80 ; expert et consultant en relations internationales, polyglotte (cinq langues étrangères) et globe-trotter (cent sept pays visités), il parcourt la planète depuis bientôt trente ans ; son domaine d'expertise est l'IE/Intelligence Économique ; membre du Comité national MEDEF/IE et, à ce titre, corédacteur d'un rapport pour le Premier ministre (octobre 2004), il est également professeur/*guest speaker* en géo-économie et intelligence économique à l'ESSEC, Centrale Paris, l'ICN, le CERAM de Nice, l'ESIEE, l'EISTI et dans plusieurs universités françaises (Nancy...).

Diffusion mai 2009