

Des échanges Sud-Sud... à la montée en puissance du monde émergent

■ Le monde émergent en mouvement	1
■ Commerce Sud-Sud : vers une moindre dépendance du Sud vis-à-vis du Nord ?	2
<i>Encadré</i> - Un exemple d'échanges Nord-Sud réussi : le Japon vs la Chine	5
■ IDE Sud-Sud : des opportunités pour le Sud, plus de concurrence pour le Nord	6
■ Sud-Nord : les fonds souverains Roi ?	8
<i>Encadré</i> - Baosteel Victoria : un investissement chinois dans l'acier au Brésil	9
<i>Encadré</i> - Les fonds souverains du point de vue américain	11

Le monde émergent en mouvement

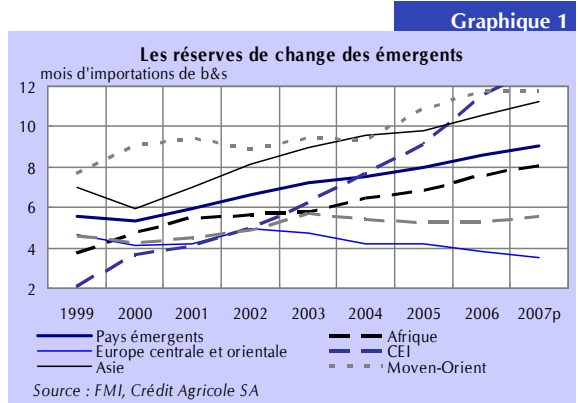
Tous les pays changent, mais les émergents encore plus et plus vite. Au point aujourd'hui que le monde développé donne l'impression d'être en orbite autour du monde émergent, et non plus l'inverse. Elle n'est pas si trompeuse, cette impression, même s'il y a là quelque chose de naissant dont il est encore difficile de prévoir l'évolution. Ceci dit, il ne faudra pas oublier que le risque pays n'a pas disparu.

Attractivité et pouvoir des émergents

Le profil du monde émergent a radicalement changé depuis la fin de la précédente décennie. Sa croissance s'est accélérée de 3,8 % par an, en moyenne, entre 1989 et 1998 à 6,2 % depuis. Dans le même temps, l'inflation est tombée de 50,3 % à 6,5 %. Du côté des finances publiques, le déficit budgétaire des administrations publiques a baissé de 4,8 % du PIB (en moyenne pondérée) en 1999 à 0,5 % du PIB l'an passé. Parallèlement, l'endettement public s'est globalement réduit. Il est passé de plus de 45 % du PIB au tournant du siècle à environ 35 % du PIB aujourd'hui. La modification de sa structure a en outre permis de réduire la vulnérabilité des États à un retournement des conditions de marché : moins de devises, plus de taux fixe et des maturités plus longues. Enfin, les comptes externes ont connu une embellie assez significative. La balance courante a basculé d'un déficit de 0,4 % du PIB en 1999 à un excédent de 4,4 % du PIB en 2006. La dette externe s'est tassée de 42 % à 26,3 % du PIB au cours de cette même période et son service de 25,2 % à 13,8 % des exportations

de biens et services. **Quant aux réserves de change et d'or, elles s'élèvent aujourd'hui à plus de 3 000 milliards USD, dont près de la moitié rien que pour la Chine.** Précieuses pour faire face à un

choc externe et notamment à une crise de confiance ou de liquidité, elles ont ainsi grimpé de 5,6 mois d'importations de biens et services en 1999 à 8,6 mois l'an passé (cf. graphique 1). Autrement dit, les émergents ont été un puissant moteur du commerce mondial ces dernières années. Ils sont aussi devenus des marchés particulièrement attractifs, dans une économie globale où la concurrence se durcit et le rendement tend à s'éroder ; et ils le sont d'autant plus que le risque souverain en raison duquel ils ont souvent connu des tensions et des crises au cours des



trente dernières années s'est dans l'ensemble réduit. Mais surtout, **les émergents sont en quelque sorte devenus, et c'est là un phénomène encore plus récent et plus marquant, les « financiers » du monde.** Les Etats-Unis conservent la planche à billet et avec la Fed, ce rôle de banquier central, mais ce sont les émergents qui détiennent aujourd'hui la liquidité.

Emergents et émergence d'un nouvel ordre mondial ?

Le vingt et unième siècle sera-t-il celui des émergents ? Vaste sujet qui ne sera effleuré ici qu'au travers du commerce et des flux d'investissements directs étrangers (IDE) Sud-Sud, et surtout des fonds souverains. **Vaste débat qui ne supporte que peu de réponses, mais tolère beaucoup de questions.**

Car si la progression des échanges Sud-Sud, et au-delà l'expansion du monde émergent dont elle témoigne, ne fait guère de doute, il reste encore à se demander à quel rythme. Et avec ou sans déséquilibres, sous entendu ces échanges seront-ils source d'instabilité ? Leur développement annonce-t-il un marché global plus intégré ou au contraire plus de régionalisme et plus de protectionnisme ? Annonce-t-il encore un nouvel ordre mondial, économique et financier, mais aussi et surtout géopolitique ? Et quelle transition vers ce nouvel ordre, progressive et souple ou au contraire rapide et en rupture ?

En toile de fond, c'est la capacité et la disposition de tous les acteurs, du Nord comme du Sud, à coopérer et à coordonner leurs politiques qui est en question. Elle reste ouverte. Mais le poids pris par les émergents depuis le début du siècle,

sans précédent et en peu de temps, laisse craindre que leur émergence s'accompagne de tensions. Les difficultés de l'OMC, le mouvement de repli national dans certains pays sur certains secteurs et les inquiétudes soulevées par les fonds souverains en sont peut-être les prémices.

Quel risque pays pour demain ?

Quoiqu'il en soit, la fin du risque pays n'est sans doute pas pour demain, au contraire. Comme cela avait déjà été abordé dans un précédent numéro d'Eclairages¹, le risque pays n'a pas disparu, il mute et mue. La gouvernance est beaucoup plus que par le passé au devant des préoccupations en la matière, par exemple.

L'essor des flux Sud-Sud, et plus simplement des flux du Sud, annonce très certainement de nouvelles formes de risque pays qu'il est encore difficile d'identifier : peut-être, parce que plus diffus, il sera justement moins transparent et se propagera d'autant plus facilement, notamment aux pays développés (vers l'exportation du risque pays ?) ; à moins que ce ne soit le contraire : la mutualisation des risques ; peut-être, si la multiplication des échanges ne se fait pas dans un « cadre » connu et accepté de tous, qu'il prendra une forme plus commerciale, juridique, environnementale ou encore géopolitique... jusqu'à ce que la croissance des échanges ralentisse, appelant une ou d'autres forme(s) de risque pays...

En tout cas, il y a matière à réflexion... ■

Sylvain LACLIAS

33 (0) 1 43 23 65 55

sylvain.laclias@credit-agricole-sa.fr

1. « Où est passé le risque pays ? », Eclairages n°101, juin 2006.

Commerce Sud-Sud : vers une moindre dépendance du Sud vis-à-vis du Nord ?

Deux événements très importants sont intervenus depuis une quinzaine d'années. D'abord les progrès constants de la mondialisation ; ensuite l'émergence sur la scène internationale de la Chine avec ses taux de croissance à deux chiffres. Tout cela a contribué à l'explosion des échanges commerciaux Sud-Sud et à l'intégration plus grande des émergents entre eux. Jusqu'à poser la question du lien commercial entre ces pays et les grandes puissances : est-il en train de se distendre ? prend-il une autre forme ?

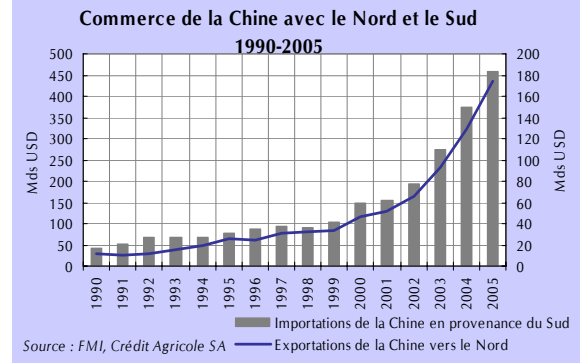
Mondialisation et essor des échanges commerciaux Sud-Sud

Du commerce Sud-Sud au poids des émergents dans le PIB mondial

Depuis quinze ans, les échanges commerciaux Sud-Sud connaissent une expansion sans précédent. Cela dit, on constate malgré tout **une très**

grande stabilité de la part du Sud dans le PIB mondial. Ainsi, l'Afrique ne représentait que 2 % du PIB mondial en 1990 et n'en représente en 2005 encore que 2 %. Même proportion pour le Moyen-Orient, malgré la manne pétrolière. Seule l'Asie émergente voit sa part dans le PIB mondial augmenter significativement durant la même période, passant de 5 % à 9 %.

Graphique 1



Toutefois, cette répartition pourrait changer rapidement à mesure de l'essor des échanges intra-Sud. Ces échanges représentent désormais, en dollars courants 2005, 27% du PIB agrégé du Sud, contre 9 % en 1995, soit un triplement. C'est précisément l'inverse de la situation qui prévaut en ce qui concerne le Nord. Les exportations du Sud vers le Nord ne représentaient que 17 % du PIB du Sud en 2005. Autrement dit, les exportations du Sud vers le Sud jouent un rôle de plus en plus important dans la décomposition de la demande finale des pays du Sud.

Quelques données chiffrées

Les exportations du Sud vers le Sud sont passées au total de 500 milliards de dollars en 1990 à 3 080 milliards de dollars en 2005 et représentent à présent 6% du commerce mondial (contre 3 % en 1985). Parallèlement, les exportations du Sud vers le Nord ont progressé moins rapidement, de 581 milliards de dollars en 1985 à 2 064 milliards de dollars en 2005. La croissance annuelle moyenne des échanges Sud-Sud ressort à 12,5 %, quand celle Nord-Nord se situe à 7 % et celle Nord-Sud à 9,8 %. La part des échanges Sud-Sud dans les échanges de marchandises des pays du Sud est devenue relativement plus importante, puisque de moins de 10 % des échanges en 2002 elle est passée à 14 % aujourd'hui. C'est donc bien l'essor du commerce entre pays du Sud qui a porté celui du commerce extérieur en général.

Mais il n'en reste pas moins vrai que les échanges avec les pays du Nord continuent de représenter encore la plus grande partie des échanges de marchandises des pays du Sud. En outre, à partir du début de la décennie, est apparue la hausse continue des cours des matières premières, qui a dopé les échanges exprimés en dollars courants. Cette hausse des cours est largement le résultat de l'accroissement de la demande en provenance du Sud, et en particulier en provenance de la Chine. La croissance de la consommation de matières premières a été en Chine plus forte que partout dans le reste du monde. Ainsi, pour le coton et pour le soja, elle a été respectivement 20 fois et 10 fois plus forte. Entre 2002 et 2005, la Chine a contribué pour plus de 50 % à la croissance de la consommation de cuivre, de soja et de coton.

Des liens renforcés au Sud

Les échanges commerciaux Sud-Sud entraînent des interdépendances qui renforcent les liens entre les pays du Sud. Le commerce intra-branche a en effet très fortement progressé depuis 1990,

pour représenter une part très importante des échanges Sud-Sud.

La dynamique des échanges dans le cadre du commerce intra-branche, où les inputs sont échangés et assemblés au Sud

puis vendus au Nord sous forme de produits finis, induit néanmoins un autre effet : une dépendance envers la demande finale venant du Nord. Autrement dit, en même temps que l'intégration commerciale entre les émergents se développe et s'approfondie, notamment au niveau régional, ces pays semblent rester assez fortement dépendants des pays développés.

Cette histoire, la Chine et ses voisins (cf. graphique 1), ces acteurs incontournables de la scène des émergents, la raconte. Mais ils semblent aussi en dire plus... Et puis cette dépendance toujours assez forte du Sud vis-à-vis du Nord ne doit pas masquer une tendance à la baisse.

Echanges commerciaux entre la Chine et l'Asie

La Chine : moteur de l'intégration régionale

Les échanges entre les pays d'Asie ont connu une intensification au cours de ces quinze dernières années, notamment grâce à des accords régionaux. Aujourd'hui, le commerce intra-régional en Asie est supérieur à 50% du total des flux commerciaux asiatiques, approchant les niveaux du commerce intra-régional en Europe et au niveau de l'ALENA.¹

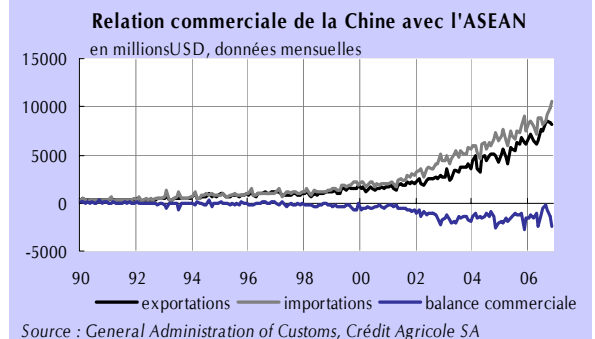
La Chine est le moteur des échanges intra-asie.

C'est un fait que cette explosion des échanges commerciaux entre la Chine et l'Asie se produit à partir de 2001 au moment même où la Chine consolide ses relations avec les pays membres de l'Association of South East Asian Nations (ASEAN)² (cf. graphique 2). Entre le 15 janvier 2001 et le 15 septembre 2007, les exportations

1. Source : FMI - Regional Economic Outlook - Asia and Pacific - Octobre 2007 - chapitre 4.

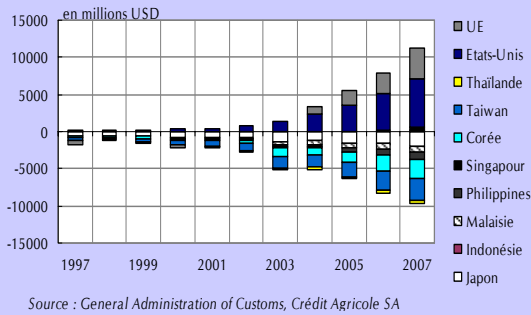
2. L' Association of South East Asian Nations (ASEAN) naît en 1967 à Bangkok avec la rencontre des ministres des Affaires étrangères de 5 pays (Philippines, Indonésie, Malaisie, Singapour et Thaïlande) dans le but de promouvoir la croissance et le développement économique et garantir la stabilité dans la région. Aujourd'hui, l'ASEAN compte 10 pays (Thaïlande, la Malaisie, les Philippines, l'Indonésie, le Cambodge, le Vietnam, Laos, Myanmar, Singapour, Brunei) avec pour objectifs comme tout accord régional de renforcer la coopération, de fournir une assistance aux états membres et de constituer un poids dans les négociations internationales.

Graphique 2



Graphique 3

Balance bilatérale des biens d'équipements électroniques et composants de la Chine avec les pays d'Asie, les Etats Unis et l'Europe



Source : General Administration of Customs, Crédit Agricole SA

3. Les rencontres ASEAN + 3 sont des réunions qui ont lieu entre les pays membres de l'ASEAN avec la Chine, la Corée et le Japon lors du sommet annuel de l'ASEAN.

4. Source : Chaponnière Jean-Raphaël (janvier 2007), « La Chine en Asie : un jeu gagnant-gagnant », AFD.

5. Bon nombre de firmes multinationales se sont délocalisées pour profiter de l'avantage comparatif en terme de coût de main d'œuvre. En 2005, les firmes étrangères en Chine comptaient pour 58,3% de la totalité des exportations chinoises contre 20% en 1992.

6. La décomposition par pays fait toutefois apparaître un excédent avec les Etats-Unis et l'UE, mais un déficit avec l'ensemble des pays asiatiques à l'exception de Singapour et de l'Indonésie (cf. graphique).

7. Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taiwan.

8. Thaïlande, Indonésie, Malaisie, Philippines.

9. 11,2% pour la Chine en 2006, 5,5% pour l'Indonésie, 5,9% pour la Malaisie, 5,4% pour les Philippines.

tations et les importations de la Chine avec l'ASEAN ont été multipliées par 7,4 et 6,5 respectivement. Afin de mieux comprendre cette évolution, il serait bon de reculer jusqu'en 1997 où commence la coopération ASEAN + 3³ (la

Chine, le Japon et la Corée du Sud). Parallèlement, au moment de la crise asiatique, la Chine consolide ses liens avec l'Asie en apportant rapidement une aide conséquente à plusieurs pays d'ASEAN touchés par la crise. En outre, elle offre la garantie de ne pas dévaluer sa monnaie afin de ne pas déstabiliser davantage la région. Il faut également rappeler que la coopération économique initiée en 1992 pour la création d'une zone de libre échange au sein de l'ASEAN entre les pays membres s'accélère après la crise asiatique. La Chine voulant s'intégrer dans cette coopération, propose un accord de libre-échange avec l'ASEAN en 2001, qu'elle signe en 2004 et dont l'entrée en vigueur est prévue en 2010.

Par ailleurs, l'accession de la Chine à l'OMC en 2001 conduisant à une diminution des barrières douanières sur bon nombre de produits et à l'ouverture du marché chinois à des entreprises étrangères contribue également à promouvoir cet essor commercial.

De la structuration du commerce intra-asiatique autour de la Chine

Alors que le commerce intra-régional dans les pays développés est principalement constitué de biens finaux, le commerce intra-asiatique lui, est principalement composé de biens intermédiaires en provenance d'Asie, tout particulièrement du Japon et de Corée (premier et deuxième partenaire commercial de la Chine au niveau des importations), pour ensuite les assembler et exporter les produits finis vers les pays industrialisés. 40 % de l'augmentation des exportations de l'Asie vers la Chine pendant ces cinq dernières années est expliquée par les biens d'équipements électroniques et composants,⁴ par exemple. On observe ainsi que la balance commerciale bilatérale de la Chine est fortement déficitaire avec bon nombre de pays asiatiques depuis 2000 à l'exception de Singapour, du Vietnam et de l'Indonésie (cf. graphique 3). Le faible coût de main-d'œuvre

en Chine a favorisé cette structure de production et lui a conféré ainsi le rôle « d'atelier du monde ».⁵

La Chine se tourne aussi vers la production de biens intermédiaires rendue possible grâce aux transferts technologiques par les investissements directs étrangers. A titre d'illustration, les exportations de biens d'équipements électroniques et composants de la Chine ont connu une progression soutenue depuis 2002. Elles ont été multipliées par 7, passant de 4 025 mns USD en janvier 2002 à 28 707 mns USD en septembre 2007. Au point que la balance pour ces biens est aujourd'hui excédentaire⁶ et la Chine de se poser en concurrent potentiel des pays asiatiques exportateurs de biens intermédiaires.

Pour contrer cela, ces pays pourront procéder à une montée en gamme de leurs produits. C'est ce qu'ont fait par le passé le Japon et les Dragons,⁷ le premier face aux seconds, les seconds face aux Tigres.⁸ Tout comme les modifications dans la structure commerciale de ces deux-là reflète leur adaptation à l'arrivée de la Chine. Le Japon qui enregistrait la plus forte proportion de ses exportations dans la vente de produits finaux à destination des Etats-Unis et de l'Europe voit la vente des produits semi-finis vers son voisin chinois prendre cette place. Ses importations, qui étaient constituées majoritairement de biens finaux en provenance des Etats-Unis, de l'Europe et des Dragons sont aujourd'hui composées de ces mêmes biens en provenance de Chine à un prix inférieur. Du côté des Dragons, le Japon était un de leurs principaux fournisseurs en biens intermédiaires. Place aujourd'hui aux autres Dragons, aux Tigres et à la Chine. Ils importent également des biens de consommation chinoise. Quant aux exportations, celles de pièces et composants ont augmenté alors que celles des biens de consommation ont diminué au profit de la Chine vers laquelle le Japon s'est tourné pour s'approvisionner en biens de consommation.

Peut-on parler de découplage ?

L'intensification des échanges intra-asiatiques pourrait mener à l'idée que les économies asiatiques deviennent de plus en plus indépendantes des pays industrialisés. Ainsi se pose la question du découplage de l'économie asiatique, défini comme l'émergence d'une dynamique de cycle économique indépendante des cycles européens et américains. Cet argument est soutenu par le fait que les pays industrialisés affichent des taux de croissance relativement faibles (2-3%), alors que les économies émergentes s'illustrent par des taux de croissance bien supérieurs.⁹

Encadré 1
Un exemple d'échanges Nord-Sud réussi : le Japon vs la Chine

Si la montée en puissance des pays émergents a des raisons d'inquiéter les pays développés, le Japon semble s'être bien adapté face à celle de la Chine. Couplé à une proximité géographique, l'écart de développement important entre ces deux pays, le gigantisme des ressources en main-d'œuvre et le potentiel du marché chinois ont favorisé l'intégration de ces deux économies. La Chine est depuis 2004 le deuxième partenaire commercial du Japon, son premier fournisseur et son deuxième client,¹ derrière les Etats-Unis² et devant l'Europe. En progression constante depuis 10 ans, les échanges avec ce pays représentent 17,2% du commerce extérieur japonais.

Par ailleurs, les échanges commerciaux entre le Japon et la Chine sont complémentaires. La nature des biens échangés entre ces deux pays révèle des avantages comparatifs complémentaires dont a résulté une division verticale du travail. En effet, depuis vingt ans, le Japon a complètement réorganisé sa production. Les entreprises nippones ont su délocaliser des tâches intensives en travail (l'assemblage), pour se recentrer au Japon sur leurs domaines d'excellence, comme les activités de conception ou de production de biens à forte valeur ajoutée.

La faible concurrence entre ces deux économies s'illustre par le fait que la Chine et le Japon n'exportent pas sur les mêmes secteurs. En effet, les équipements industriels représentent plus de 58 % des exportations japonaises vers la Chine tandis que 37 % des importations japonaises en provenance de Chine étaient des biens de consommation.³ C'est ainsi que la production de biens en Chine pour le marché intérieur par des filiales japonaises utilise des équipements et des composants importés du Japon, et que l'importation au Japon de biens produits en Chine (téléviseurs, lave-vaisselle, par exemple) incorpore des composants en provenance du Japon. Le tissu industriel en Asie devient ainsi de plus en plus complexe !

Dans un contexte général de libéralisation commerciale, l'essor des relations commerciales, qui devrait se poursuivre entre les deux géants économiques en dépit de poussées récurrentes de tensions politiques entre les deux pays, s'est donc opéré sur la base d'une intégration croissante des flux commerciaux mais aussi des flux d'investissement direct. La part de la Chine dans les in-

vestissements directs étrangers (IDE) japonais n'a cessé d'augmenter depuis 1990 où elle représentait 1% de l'ensemble des IDE japonais. En 2005, les IDE vers la Chine représentaient 12,9% du total, en troisième position derrière ceux destinés aux Etats-Unis et aux Pays-Bas. Les IDE chinois au Japon restent en revanche très parcimonieux (0,4% des IDE japonais entrants).

Si le Japon semble bénéficier pleinement de la mondialisation, il a maintenant à gérer son avance technologique face aux pays plus intensifs en main-d'œuvre, et ce afin de maintenir sa position en Asie. C'est pourquoi celui-ci investit massivement en recherche et développement (R&D) (3% du PIB). En outre, le Japon a délocalisé uniquement la production de produits technologiquement amortis, afin de limiter les transferts technologiques stratégiques. Les industriels japonais, grâce à une hyper automatisation des sites de production, ont décidé de « relocaliser » sur le territoire national leurs activités précédemment délocalisées. Et les entreprises et les autorités politiques japonaises sont aujourd'hui enclines à diversifier vers d'autres horizons que la Chine, la volonté du gouvernement nippon étant de promouvoir l'Inde comme contre poids à la Chine.

De son côté, la Chine investit aussi largement en R&D (1,3% du PIB). La plupart des entreprises innovantes sont à capitaux étrangers. Mais reste à savoir si cela suffira pour rattraper le Japon à moyen terme.

Sandrine BOYADJIAN

sandrine.boyadjian@credit-agricole-sa.fr

33 (0) 1 43 23 65 42

1/ Hong-Kong compris.

2/ Toutefois, si la part de marché des Etats-Unis dans le commerce nippon a reculé entre 2000 et 2006, passant de 25 % à 17,4 %, cela ne signifie pas que la dépendance de l'économie japonaise vis-à-vis de la demande américaine a reculé, puisqu'une part croissante des exportations japonaises vers les Etats-Unis se fait directement au départ de Chine.

3/ Plus précisément, il apparaît que les exportations japonaises de produits électroniques à haute valeur ajoutée tels les semi-conducteurs, représentent près de 60 % des exportations d'électronique, tandis qu'elles concernent seulement 10 % des exportations électroniques chinoises.

La structure du commerce en Asie permet d'apporter une réponse. Rappelons que les échanges intra-régionaux en Asie sont dominés par les produits intermédiaires. La Chine, moteur des échanges intra-asiatiques importe des biens intermédiaires en provenance d'Asie et ensuite exporte les produits finis vers les pays industrialisés. Cette structure de production crée une situation de dépendance de la Chine vis-à-vis de la demande extérieure et par ricochet génère également une situation de dépendance entre les autres économies asiatiques et les économies industrialisées. L'étude de la Banque asiatique de Développement en 2007¹⁰ conforte cette idée. En effet, la forte corrélation observée entre la croissance des exportations asiatiques¹¹ et la croissance des importations non pétrolières américaines, européennes et du Japon soutient l'idée que le commerce intra-asiatique trouve son origine en dehors de la région. Ainsi, l'Asie n'est pas isolée d'un choc de la demande externe.

Il convient toutefois de rappeler qu'au moment où les pays d'Asie s'intègrent sur le plan régional et au moment où la Chine est en train de monter en gamme au niveau de la production de biens

intermédiaires, la région asiatique, en particulier la Chine, développe parallèlement des échanges commerciaux avec les autres pays du Sud. Par exemple, les exportations de la Chine à destination de l'Afrique, de l'Amérique latine et de la Russie réunies ont été multipliées par 15 entre 1998 et 2007,¹² lorsque les importations ont été multipliées par 22.¹³ De sorte que si les exportations chinoises à destination des Etats-Unis se sont stabilisées à une vingtaine de pourcents des exportations totales ces dernières années, cette part est sans doute vouée à se réduire au même titre que celle des exportations chinoises à destination du Japon (d'une vingtaine de pourcents durant les années 80 à une dizaine de pourcents aujourd'hui).

Finalement, la montée des échanges commerciaux intra-asiatiques et au-delà Sud-Sud n'exonère par les émergents d'une dépendance toujours assez forte vis-à-vis des pays développés. Une tendance à la baisse s'esquisse, néanmoins. Et il faut sans doute anticiper son prolongement, même si un ralentissement de l'économie des pays développés et donc de la demande finale en

10. Source : Asian Development Bank (2007) - *Uncoupling Asia : Myth and Reality*.

11. Chine, Hong Kong, Indonésie, Corée du Sud, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande.

12. De 796 millions USD en janvier 1998 à 11,9 mds USD en septembre 2007.

13. De 418 millions USD en janvier 1998 à 9,1 mds USD en septembre 2007.

produits manufacturés assemblés dans les émergents continuera encore quelque temps de pénaliser ces derniers et le commerce entre eux.

Mais plus que cela, c'est une interdépendance accrue et plus complexe entre le monde émergent et le monde développé que l'essor du commerce Sud-Sud semble annoncer. Plus que la question de leur distension, les liens entre ces deux univers se dénouent et se renouent à mesure que ce dernier se développe. **Et c'est plutôt à la faveur des émergents.**

La progression rapide des échanges commerciaux Sud-Sud est symptomatique du rééquilibrage des « forces » entre le Nord et le Sud. Toute la question alors est de savoir si ce mouvement sera ordonné ou pas. Les difficultés de l'OMC et la multiplication des accords régionaux ces dernières années laissent entendre que cela ne se fera

sans doute pas sans tensions. Mais ce n'est pas non plus inéluctable ni insurmontable. L'intégration des économies asiatiques et plus particulièrement de la Chine et du Japon en sont l'illustration (cf. encadré 1), même si la course au *leadership* régional est ouverte entre une Chine à l'influence croissante et un Japon, aujourd'hui remis de sa profonde récession des années 1990. ■

Cynthia KALASOPATAN

33 (0) 1 43 23 49 27
cynthia.kalasopatan@credit-agricole-sa.fr

Francis NICOLLAS

33 (0) 1 43 23 65 48
francis.nicollas@credit-agricole-sa.fr

Carole LELARGE

33 (0) 1 43 23 65 48
francis.nicollas@credit-agricole-sa.fr

IDE Sud-Sud : des opportunités pour le Sud, plus de concurrence pour le Nord

L'essor du commerce Sud-Sud s'accompagne aujourd'hui de celui des IDE Sud-Sud. C'est un pas supplémentaire dans le processus d'intégration des pays émergents entre eux, même si ces flux restent concentrés sur quelques pays et sur quelques secteurs. C'est un pas supplémentaire dans le processus d'intégration des pays émergents avec les pays développés, aussi. Car derrière, ce sont les IDE du Sud, tout court, qui connaissent une rapide expansion, et les sociétés transnationales des émergents de rentrer en concurrence directe avec celles des pays développés, et le monde émergent d'affirmer là encore son ascension. Au point que s'esquisse aujourd'hui une tendance protectionniste...

Des chiffres et des raisons

Les flux mondiaux d'IDE (entrants plus sortants) ont augmenté pour la troisième année consécutive en 2006. Ils se sont élevés à 2 521,7 mds USD, soit une progression de 41,4 % par rapport à l'année précédente¹. Après avoir connu un passage à vide entre 2001 et 2003, ils sont ainsi quasiment revenus à leur plus haut historique atteint en 2000, à 2 654,1 mds USD.

Bien que cette progression concerne tous les pays, il est notable que les émergents se taillent aujourd'hui une plus belle part que par le passé : un peu plus du quart des flux totaux d'IDE l'an passé contre 19 % (en moyenne annuelle) entre 1995 et 2000. Mais plus remarquable encore, **la part des émergents dans les flux sortants d'IDE est passée d'une dizaine de pourcents, pour un montant de 76,3 mds USD, à presque 16%, pour un montant de 193,1 mds USD, au cours de cette même période (cf. graphique 1).** Autrement dit, les émergents exportent plus de capital que par le passé et à un rythme plus soutenu que les pays du Nord. Et derrière pointe la montée en force de grandes sociétés transnationales du monde émergent. Leur part dans les opérations de fusions-acquisitions est passée de 4 % à 13 %,

par leur montant, et de 5 % à 17 %, par leur nombre, entre 1987 et 2005.

Les principaux bénéficiaires sont les pays du Sud eux-mêmes. La part des IDE des émergents dans les IDE à destination des émergents est passée d'une petite vingtaine de pourcents en 1995 à un peu plus de 40 % aujourd'hui. **Les raisons de cette évolution sont multiples :**

- la croissance soutenue du monde émergent et l'augmentation concomitante de ses besoins et de sa capacité à les satisfaire ;
- l'environnement financier international, particulièrement favorable, jusqu'à l'été dernier ;
- l'expansion des échanges commerciaux Sud-Sud² ;
- la libéralisation progressive des mouvements de capitaux, ainsi que l'accroissement des accords bilatéraux d'investissement³ ;
- la poursuite, voire l'accélération, des réformes structurelles et des programmes de privatisations, et l'assouplissement des cadres réglementaires et fiscaux régissant les investissements étrangers ;
- les progrès technologiques, et par là même la réduction des coûts en matière de transport et de communication ;

1. Rapport sur l'investissement dans le monde, 2007, CNUCED.

2. Sous le coup notamment de l'adhésion à l'OMC de 23 nouveaux membres depuis sa création en 1995, dont la Chine.

3. Le nombre d'accords bilatéraux d'investissement, des conventions de double imposition et des accords internationaux incluant des dispositions relatives à l'investissement était respectivement de 2573, de 2 651 et de 241 fin 2006.

- la hausse du prix des matières premières pour les pays producteurs, souvent du Sud, et la nécessité d'investissements « géostratégiques » pour les grands consommateurs émergents ;
- la recherche de marchés, de gains de compétitivité (parfois rognée, sur le marché domestique, par la hausse des coûts salariaux ou l'appréciation du change) et d'économies d'échelle dans un monde de plus en plus concurrentiel.

Des flux concentrés

Les émergents, loin d'être un groupe homogène, sont diversement concernés. **Les pays dits à revenu intermédiaire sont à l'origine de l'essentiel des IDE à destination du Sud, lorsqu'ils en sont également les principaux bénéficiaires.** Dix pays seulement sont à l'origine de près de neuf dixièmes des IDE des émergents entre 2000 et 2004, parmi lesquels le Brésil, la Chine et le Mexique. Dans le même temps, ces mêmes dix ont également attirés trois quarts des IDE mondiaux à destination des émergents. D'un point de vue régional, l'Asie est de loin la première source d'IDE sortants du monde émergent (53,3 % du flux total en 2006), suivie de l'Amérique latine (25,4 %).⁴

Les IDE Sud-Sud sont également majoritairement intra-régionaux.⁵ La multiplication des accords régionaux⁶ n'y est sans doute pas étrangère. Des frontières communes, et par là même des frais de transport moindres, mais encore des liens culturels et ethniques parfois étroits, et par là même une compréhension plus grande des marchés pénétrés et des risques associés, non plus. En 2005, les investissements de l'Afrique du Sud, principal investisseur du continent, ont principalement été réalisés en Afrique. Plus de la moitié des entrées d'IDE en Asie cette même année sont provenus de pays émergents,⁷ essentiellement régionaux. Les sorties d'IDE du Moyen-Orient, en forte progression ces dernières années en raison de la hausse du prix du baril de brut, et de l'Amérique latine se sont également orientées pour un part non négligeable dans leur région d'origine en 2005, essentiellement dans le secteur des services (télécommunications, immobilier, tourisme, finance) au Moyen-Orient, dans les télécommunications et l'industrie lourde en Amérique latine.

La concentration des IDE Sud-Sud n'est pas uniquement géographique, mais aussi sectorielle. Beaucoup ont été réalisés dans le secteur des services,⁸ notamment dans la finance, les télécommunications⁹ et l'immobilier ou encore dans les services d'infrastructures¹⁰ tels que l'eau et l'électricité. Les politiques de libéralisation et de

privatisation menées par les émergents dans ces branches d'activité ces dernières années ont su mobiliser l'intérêt des investisseurs étrangers du Sud. **Beaucoup, aussi, se sont orientés vers les activités minières/extractives et le secteur des ressources naturelles.**

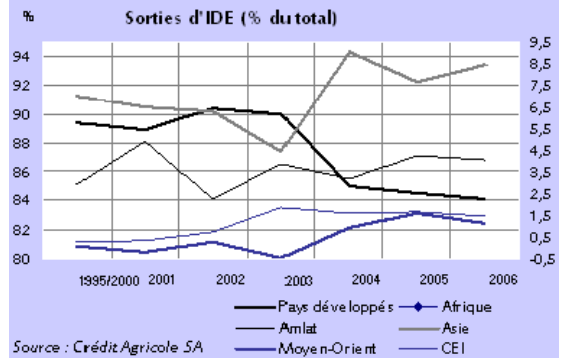
Dans un contexte de cours et derrière, de marchés mondiaux des matières premières sous tensions depuis quelques années, les raisons de ce mouvement relèvent sans doute d'enjeu d'ordre national et géostratégique et pas uniquement d'un quelconque intérêt industriel.¹¹ Il n'est d'ailleurs pas anodin que la plupart de ces investissements aient été assurés par des compagnies publiques.

Des avantages des IDE Sud-Sud ?

Il semble que les entreprises émergentes savent mieux s'adapter à des environnements qui leurs sont plus « familiers » (en terme de mode de consommation, de fonctionnement institutionnel, ...) et sont par là même plus disposées que les investisseurs du Nord à prendre certains risques, notamment sur des marchés régionaux. Elles sont de ce fait **une source de financement externe supplémentaire et stable pour bon nombre de pays d'accueil à faible revenu et a priori plus risqués.** Le *gap* technologique, opérationnel et managérial entre le pays d'origine et le pays d'accueil est par ailleurs souvent moindre, au bénéfice de ce dernier, plus à même dans ce cas d'absorber **les transferts de technologie, de savoir-faire et de compétences** induits par l'IDE. Et là encore, les pays les moins avancés en sont sans doute les principaux bénéficiaires. Enfin, comparativement à ceux des pays développés, les IDE des émergents se font souvent dans des activités à plus forte intensité de main-d'oeuvre, s'inscrivent plus fréquemment dans une logique de développement interne plutôt qu'externe et sont par conséquent plus créateurs d'emploi dans le pays d'accueil (cf. encadré 2).

Toutefois, et bien qu'ils soient souvent source de nouvelles capacités, les IDE Sud-Sud ne permettent pas toujours de développer l'emploi, d'améliorer les compétences et de renforcer la compétitivité des entreprises du pays d'accueil. C'est le cas en Afrique, notamment. Peut-être parce que

Graphique 1



Source : Crédit Agricole SA

4. Cette répartition se retrouve dans le classement 2005 des vingt-cinq premières sociétés transnationales du Sud où ne figure que des compagnies asiatiques et sud-américaines, à l'exception d'une entreprise sud-africaine.

5. Cinq sixièmes des IDE Sud-Sud dans le secteur des Télécommunications entre 1998 et 2003 ont été intra-régionaux, par exemple.

6. D'une cinquantaine en 1990 à environ 230 aujourd'hui.

7. La part du stock d'IDE dans la région détenu par les émergents est ainsi passée de 44% en 1995 à deux tiers en 2004.

8. Le stock d'IDE dans les émergents était pour moitié dans les services en 2004.

9. Le tiers des IDE dans les télécommunications des émergents entre 1998 et 2003 est provenu du Sud.

10. Un cinquième des IDE dans les projets d'infrastructures des émergents entre 1998 et 2003 est provenu du Sud.

11. La Chine et dans une moindre mesure l'Inde ont été particulièrement actifs, acquérant notamment des actifs et des licences dans la branche des hydrocarbures, mais pas uniquement, dans les mines de métaux aussi.

les IDE, du sud comme du nord d'ailleurs, y sont largement orientés vers l'exploitation des ressources naturelles. Dans ce cas, ils contribuent en outre à créer ou à renforcer la dépendance de l'économie d'accueil à un secteur et sa sensibilité aux fluctuations des cours mondiaux des matières premières. Par ailleurs, les IDE des émergents ne répondent pas toujours à des normes acceptables en matière de travail ou d'environnement.

Des défis en perspective

Le maintien d'une croissance vigoureuse et de capacités financières suffisantes, la bonne tenue des cours des matières premières et plus généralement, la poursuite du rattrapage des pays développés par le monde émergent seront des déterminants importants de la dynamique des échanges Sud-Sud et plus spécifiquement des IDE Sud-Sud au cours des prochaines années.

Plus fondamentalement, cependant, elle dépendra sans doute de la capacité de tous les acteurs, du Nord et du Sud, politiques et économiques, à définir un cadre international des « affaires » claire, accepté et reconnu du plus grand nombre. Pour l'heure, ce cadre semble plutôt se complexifier à mesure que les accords bilatéraux d'investissement se multiplient et abordent des questions jusqu'à présent ou il y a encore peu passées sous silence, comme les conditions de travail et la protection de l'environnement. Les règles de l'investissement international s'enchevêtrent et s'épaississent. Et c'est peut-être au détriment de leur lisibilité et de l'expansion des IDE Sud-Sud.

Mais ce sont surtout les différentes initiatives prises ces dernières années au nom de la sécurité ou de l'intérêt national qui posent défi. Il y a bien sûr la renationalisation du secteur des hydrocarbures bolivien en mai 2006, la main mise de Gazprom et de Rosneft sur cette même branche d'activité en Russie ou encore le récent amendement de la loi sur les sous-sols au Kazakhstan¹². Mais les Etats-Unis et l'UE¹³ participent également à ce mouvement de repli national pour contenir certaines « influences » étrangères. Plus généralement, sur l'ensemble des modifications apportées chaque année aux régimes nationaux d'investissement, les dispositions moins favorables n'ont cessé d'augmenter depuis 1992¹⁴.

Jusqu'où peut aller cette tendance protectionniste, alors que les sociétés transnationales du monde émergent sont souvent publiques ou partiellement détenues par des capitaux publics et rentrent aujourd'hui en concurrence directe avec celles du monde développé, notamment dans le secteur des matières premières ? **La question reste entière,** mais il en dépendra sans doute en partie des fonds souverains, qui plus que tout autre « phénomène » émergent témoigne de la montée en puissance des pays émergents sur la scène économique, financière et probablement demain diplomatique internationale. ■

Sylvain LACIAS

33 (0) 1 43 23 65 55

sylvain.lacias@credit-agricole-sa.fr

12. Il autorise le gouvernement à changer unilatéralement les termes de tout contrat passé avec une compagnie étrangère, voire à le casser.

13. Ces pays ont été récemment échaudés par certains projets d'opérations de fusions-acquisitions et la possible prise de contrôle d'entreprises nationales phares ou d'activités jugées sensibles par des groupes chinois, indien et des EAU.

14. D'aucune à une quarantaine en 2005, soit un cinquième du total des changements intervenus cette année là.

Sud-Nord : les fonds souverains Roi ?

Les fonds souverains n'ont jamais eu autant de ressources. Constitués à partir des réserves et excédents en devises des pays émergents, ils visent un but principal : les Etats derrière eux disposant aujourd'hui de trop de réserves pour les utiliser uniquement dans un but de stabilisation, cherchent à les investir d'une manière plus rentable. Autrement dit, moins de bons du trésor et plus d'actions. Mais un aspect inquiète particulièrement les gouvernements ne disposant pas de tels fonds : ces liquidités pourraient-elles servir des intérêts autres qu'économiques, mais politiques ? Une chose semble certaine, ils caractérisent la nouvelle puissance financière des grands pays émergents.

Des fonds qui font peur

En théorie, l'ADIA, le fonds souverains (FS) d'Abu Dhabi¹, pourrait s'offrir : Total, AXA, BNPP, Crédit Agricole, Bouygues, L'Oréal, Michelin, Danone et LVMH réunis. L'ADIA, institution créée en 1976, pèse en effet près de 875 milliards de dollars. Mais l'ADIA n'est plus le seul poids lourd parmi les FS, et le nouveau fonds d'investissement chinois (*China Investment Company*) créée

en 2007 et doté de 200 milliards de dollars pourrait rapidement lui ravir la première place du classement. Le gouvernement Chinois se propose en effet de le doter tous les ans de 300 milliards supplémentaires afin d'acquérir des participations dans des entreprises cotés à travers le monde. Soit de quoi racheter la totalité des entreprises du CAC 40 en tout juste 4 ans...

Les gouvernements occidentaux ont pris la mesure du phénomène il y a relativement peu de

1. Le plus important fonds souverain au monde par sa capacité financière.

Baosteel Victoria : un investissement chinois de 3 Mds USD dans l'acier au Brésil

Encadré 2

Le 3 octobre dernier, un accord de *joint-venture* entre le premier sidérurgiste chinois Baosteel et le mineur brésilien CVRD a été signé pour la construction d'une aciérie « greenfield » à Anchieta (État du Espírito Santo) d'une capacité initiale de 5 millions de tonnes de brames (semi-produits plats)¹.

Le principe d'une alliance stratégique entre CVRD et Baosteel n'est pas en soi une véritable nouveauté dans la mesure où ces deux groupes avaient déjà étudié un projet similaire il y a quatre ans dans l'État du Maranhao, celui-ci ayant été repoussé (et sans doute abandonné désormais) par suite de négociations difficiles (environnement, coût du terrain, taxes...) avec cet État. Il intervient cependant à un moment particulièrement important pour le secteur sidérurgique dans son ensemble et plus particulièrement pour la sidérurgie chinoise, à l'heure où les négociations de prix du minerai de fer pour le contrat annuel 2008 s'engagent dans un contexte peu favorable pour les sidérurgistes.

L'accord Baosteel/CVRD est un accord Sud/Sud emblématique à plusieurs titres. Il s'agit tout d'abord d'un projet industriel (création d'une aciérie) et non d'un simple investissement chinois visant à sécuriser des approvisionnements en matières premières. Il est donc très important pour l'État du Espírito Santo qui aurait laissé filtrer l'information selon laquelle 21 500 emplois pourraient être créés à moyen terme par ce projet (sans doute à l'issue du doublement de capacité). Le projet Baosteel Victoria est aussi le premier investissement étranger de Baosteel. Il est très significatif par sa taille alors que la capacité de production 2006 d'acier brut de Baosteel n'est que de 22 millions de tonnes. Enfin, même si le sidérurgiste chinois n'a souhaité conserver que 60 % des parts de la JV (contre 20 % pour CVRD et 20 % pour un troisième partenaire, sans doute purement financier), Baosteel est indéniablement l'actionnaire de référence et sera l'opérateur industriel de la JV, CVRD n'intervenant que comme fournisseur exclusif du minerai de fer. D'autre part, cet investissement au Brésil est une parfaite illustration du nouveau modèle sidérurgique

dit « de la brame low cost » qui tend de plus en plus à se substituer à l'ancien modèle dit « de la sidérurgie sur l'eau » développé notamment en Europe à partir des années 60. Le principe de ce modèle est d'implanter des hauts fourneaux à proximité immédiate des gisements miniers et de faire ainsi l'économie des coûts de transport du minerai de fer et du charbon pour ne transporter qu'un produit semi-fini à forte valeur ajoutée. Ce modèle prend tout son sens dans le contexte actuel d'emballement des prix du fret de vrac, lesquels ont pratiquement triplé en un an, entraînant une évolution analogue du prix spot du minerai de fer en Chine (à environ 190 \$/t actuellement à comparer à un prix FOB du contrat annuel 2007 de 46 \$/t). Selon certaines sources, le coût des matières premières de l'aciérie brésilienne ne représenterait que le quart des coûts d'approvisionnement de Baosteel en Chine.

Enfin, on peut donc penser que ce projet pourrait marquer un certain tournant dans la ligne directrice de la sidérurgie chinoise lié à une prise de conscience que la politique passée d'investissement à outrance sur le sol chinois a atteint ses limites et se révèle aujourd'hui contre performante pour l'ensemble des acteurs de la filière, compte tenu des coûts de production prohibitifs actuels. C'est ce même constat qui a sans doute poussé le gouvernement chinois au premier semestre 2007 à taxer les exportations de produits sidérurgiques de façon à faire pression sur les prix domestiques, à faire disparaître les sites les moins performants et à limiter les importations de matières premières.

Gilles FRÉCAUT

33 (0) 1 43 23 66 25

gilles.frécaut@credit-agricole-sa.fr

1/ L'investissement prévu pour cette première phase serait de 3 Mds de dollars US, pour un démarrage de la construction début 2009 et une mise en production à fin 2011. Un projet de doublement de capacité à 10Mt serait également à l'étude qui porterait l'investissement total à 5 Mds de dollars.

temps, et aujourd'hui, ils s'en inquiètent. Mais pourquoi ? En effet, déjà aujourd'hui, 43% des entreprises du CAC 40 sont entre les mains de non résidents sans que cela n'émeuve personne, et il en est de même pour la plupart des grandes bourses mondiales. On peut aussi rappeler que le premier investisseur étranger du CAC 40 est un FS, le norvégien GPF, avec près de 5 milliards de dollars investis. En fait, **les gouvernements occidentaux ne s'inquiètent pas tant de l'afflux massif de futurs capitaux étrangers, mais plutôt d'investissements qui répondraient à d'autres critères que ceux d'un investisseur classique, et/ou qui toucheraient des intérêts « stratégiques »**. Ce qui est vrai, c'est que **le manque de transparence de la plupart des FS contribue à alimenter ces craintes**. Et pour cause, si les plus anciens datent du premier choc pétrolier de 1973, la majorité d'entre eux n'ont pas plus de quatre ou cinq ans d'existence et les contraintes réglementaires sont inexistantes.

Une première définition et quelques chiffres

Les FS sont des véhicules financiers publics qui possèdent, gèrent ou administrent des fonds publics et qui les investissent librement dans un grand nombre d'actifs. Les ressources de ces fonds proviennent essentiellement de surplus de liquidités dans le secteur public.

Ceci dit, les FS, à quelques exceptions près, ne sont pas ou très peu transparents. On doit, pour les évaluer, se fier aux quelques rares informations qu'ils publient volontairement et à des estimations basées sur les réserves de devises des États et de leurs utilisations supposées² (cf. **tableau 1**). **Leur poids est aujourd'hui estimé à environ 2 500 mds USD.**

Par ailleurs, **les estimations de croissance future sont impressionnantes. On avance communément 12 000 à 15 000 Mds USD d'avoirs dans dix ans** (18 000 Mds selon certains scénarios), soit un rythme de croissance de plus de 20% par an.

2. Il y a un parallèle possible avec les Hedge Funds, à la différence peut-être qu'ils sont déjà deux fois plus importants, les avoirs des Hedge Funds étant évalués à 1 400 Mds \$.

3. Le FMI note d'ailleurs à ce sujet dans son Rapport sur la stabilité financière mondiale d'avril 2007 que ces fonds poursuivent « des objectifs multiples ou changeant progressivement ».

4. La Russie a par exemple mis en place un fond de ce type en 2003 pour lisser les revenus pétroliers alors que les prix des matières premières s'envolaient. L'Iran aussi avec le Foreign Exchange Reserve Fund, dont le but est de gommer les variations de taux de change qui pourraient affecter les revenus fiscaux.

5. Le fond du gouvernement Norvégien CPFG est un bon exemple de diversification. Il est ainsi présent dans le capital de plus de 3 000 entreprises et institutions financières sur cinq continents, avec une part n'excédant presque jamais 1% du capital. Ce fonds investit près de 40% de ses avoirs dans des actions de haute qualité (une seule en Afrique : le géant des télécoms égyptien Orascom) et 60% dans des titres obligataires. Il en est sensiblement de même pour le TEMASEK de Singapour. TEMASEK et CPFG, se définissent eux même comme des 'fonds d'investissement globaux' parfaitement indépendants de l'Etat. Il est vrai que 60% des revenus de CPFG sont générés par des gestionnaires externes au fonds et au pays.

Ces estimations appellent toutefois quelques commentaires. Elles se basent en effet sur le maintien des prix du pétrole à des niveaux généralement proches des 70\$/baril. Elles s'appuient aussi sur l'hypothèse que les réserves de devises alimenteront ces fonds au rythme actuel. Elles supposent enfin que les excédents commerciaux des émergents exportateurs se maintiendront au rythme actuel. Tout cela est plausible, mais loin d'être certain. Sans oublier que l'accumulation de devises à pour contrepartie une création monétaire et donc un risque de surchauffe économique.

Des fonds de poids

Si on les compare à des grands acteurs financiers privés, il est évident que les FS ne représentent qu'une faible partie des ressources financières mondiales (cf. graphique 1). Mais si on les compare aux acteurs publics occidentaux, ils disposent d'une capacité d'investissement bien supérieure et peu de pays disposent aujourd'hui de fonds rapidement mobilisables et suffisamment importants pour contrer les plus importants FS. En Allemagne certes, on pourrait bientôt voir naître un fonds doté de 20 Mds d'euros dont le but serait exclusivement de contrer les OPA hostiles des fonds souverain étrangers. Mais que pourra-t-il face à un FS Qatari, par exemple, qui vient récemment de mettre sur la table 20 Mds \$ pour acquérir 25% de la chaîne britannique d'hypermarchés Sainsbury ? L'affrontement frontal ne semble pas à la portée des Etats occidentaux...

Que veulent les fonds souverains ?

Il nous paraît adéquat de donner d'abord une seconde définition, tant il n'est pas possible de

distinguer clairement les montants qui leurs sont affectés, ni leur attribuer un but clair et stable dans le temps, celui-ci se confondant souvent avec celui des Etats³ : Les FS sont l'ensemble des liquidités et réserves en devises qu'un

Etat peut déployer, que ce soit à travers des entreprises publiques directement depuis les caisses de l'Etat, à travers les réserves de change de sa Banque centrale, ou d'une entité juridique séparée.

Dans cette acception, deux types de FS sont distingués :

- **les fonds de stabilisation.** Ils servent de coussins intermédiaires entre les dépenses du gouvernement, planifiées sur plusieurs années, et ses revenus fiscaux qui eux peuvent être sensibles à des variations de marché⁴. En raison de leurs objectifs, ces fonds sont en règle générale plutôt prudents dans l'affectation de leurs ressources. Les deux principaux buts des investissements sont en effet la sécurité et la liquidité du placement. Les bons du trésor américains ont souvent été un placement refuge idéal, peu risqué et très liquide bien que peu rémunéré ;
- **les fonds intergénérationnels** dont la philosophie, élaborée sur le tarissement des matières premières, consiste à épargner une partie des revenus tirés de ces ressources pour les générations futures. Un fonds intergénérationnel a en principe un horizon d'investissement plus long. Il n'a pas besoin d'être très liquide, et peu viser des placements plus rentables. Il délaissera en toute logique les placements en bon du trésor, et investira plus dans les actions. Les fonds de stabilisation ayant fortement augmenté ces dernières années, notamment en Chine, dans les pays du Golfe et en Russie, il est probable qu'une part croissante des excédents de liquidité du secteur public ira à présent alimenter les fonds intergénérationnels.

Diversification et risque de frictions

Beaucoup des pays ayant constitués ces fonds sont fortement affectés par les variations du dollar USD, que ce soit des pays exportateurs asiatiques, ou des pays exportateurs de pétrole et de gaz. Or, la baisse du dollar USD amenuisant le niveau de leurs réserves dans cette devise, il s'agit de plus en plus de les gérer de manière dynamique. La faiblesse relative des taux d'intérêts à long terme rend cette diversification encore plus souhaitable, voire forcée.

Mais quelle diversification ? A l'exception des FS norvégien et singapourien,⁵ il n'y a en la matière que peu de transparence. Cette diversification pourra profiter aux économies émergentes en forte croissance et où les rendements attendus sont aujourd'hui plus importants. Les prises de participation au Maghreb, en Amérique du Sud ou en Asie pourront être nombreuses. Néan-

Tableau 1

Les Fonds des fonds souverains

Pays	Fonds	USD Mds \$	Source
E.A.U	Abu Dhabi Investment Authority	300-875	Pétrole
Singapour	Government of Singapore Investment Corporation	300-330	Non-MP
Norvège	Government Pension Fund - Global (CPFG)	322	Pétrole
Arabie saoudite	Divers Fonds	300	Pétrole
Koweït	Kuwait Investment Authority (KIA)	200-250	Pétrole
Chine	China Investment Company	200	Non-MP
Singapour	Temasek Holdings	108	Non-MP
Australie	Australian Government Future Fund (AGFF)	40-50	Non-MP
Libye	Reserve Fund	50	Pétrole
Qatar	Qatar Investment Authority (QIA)	30-40	Pétrole
USA	(Alaska) Permanent Reserve Fund	37-40	Pétrole
Brunei	Brunei Investment Authority	30-35	Pétrole
Irlande	National Pensions Reserve Fund (NPRF)	29	Non-MP
Algérie	Reserve Fund	25	Pétrole
Corée du Sud	Korea Investment Corporation (KIC)	20	Non-MP
Malaisie	Khasana Nasional BHD (KNB)	17,5-18,5	Non-MP
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	15-18	MP
Canada	Alberta Heritage Fund	15,4-17	Pétrole
Taiwan	Taiwan National Stabilisation Fund (TNSF)	15	Non-MP
TOTAL		2054-2742 Mds	

Source : Crédit Agricole SA

moins, les bourses des émergents sont aussi relativement plus risquées et moins liquides que les bourses occidentales.

Aussi, ne pouvant prendre des risques spéculatifs importants, les FS devraient continuer à privilégier les grandes entreprises et les grandes banques occidentales pour leurs investissements, et le risque de tensions entre le monde émergent et le monde développé de croître. Car bien qu'en net recul, l'état est encore très présent dans les pays émergents et ses intérêts, qui se confondent déjà facilement avec ceux des grandes entreprises publiques, pourraient aussi se confondre avec ceux des FS. Ces derniers pourraient permettre de pratiquer des stratégies de remontée de filières industrielles, de renforcer des champions nationaux, de sécuriser des approvisionnements de matières premières en acquérant des entreprises d'exploitation ou de transformation de matières

premières, ou encore d'acquérir des compétences, ce qui est particulièrement visible dans les prises de participations dans le secteur des technologies ou financier. Quoiqu'il en soit, alors que nombre de pays, notamment dans le Golfe Persique, s'engagent dans d'importantes dépenses visant à diversifier et développer leurs économies, **on a du mal à penser que ces fonds ne serviront pas des objectifs plus politiques et au service de leurs grandes entreprises.**

Relativiser les risques

Pour la plupart des FS, il n'y a pas de raisons de supposer qu'ils se comporteront différemment des fonds de pensions ou d'autres acteurs classiques. Ce serait oublier que ces fonds doivent servir, en but ultime, à résoudre des problèmes de développement économiques réels et qu'il ne

Encadré 3

Les fonds souverains du point de vue américain

Avec le développement des FS, le financement du déficit courant américain va-t-il être plus difficile et donc plus coûteux ? Quelle menace ces fonds font-ils peser sur la souveraineté du dollar ? Quel regard les Etats-Unis portent-ils sur ces investisseurs d'un nouveau genre ?

Un mode de financement du déficit courant évolutif

A la fin des années 1990, au pic du boom de la « nouvelle économie », les entrées nettes de capitaux consistaient majoritairement en IDE et achats nets d'actions. Le déficit courant était financé par l'acquisition de titres de propriété et le dollar s'est fortement apprécié (+ 33 % entre avril 1995 et février 2002). Depuis l'éclatement de la bulle Internet début 2000, malgré les inquiétudes récurrentes sur leur attractivité, les Etats-Unis continuent d'attirer les capitaux. Ceux-ci ont néanmoins changé de nature, le financement étant assuré par l'acquisition de titres de dette (publique, *corporate*). Depuis 2006, IDE et achats nets d'actions ont néanmoins fait leur retour.

Avec le gonflement du déficit extérieur, on a assisté à une montée en puissance des pays asiatiques puis des pays « pétroliers » comme pourvoyeurs de capitaux via leur accumulation de réserves de change. Les institutions officielles sont alors apparues comme des investisseurs incontournables. Mais il n'est pas juste de dire qu'elles ont le financement du déficit courant entre leurs mains : celui-ci réside encore au moins autant dans celles des investisseurs privés à en juger par l'importance de leurs achats nets de titres longs américains (cf. tableau).

L'intérêt des FS

Le lien qui unit les Etats-Unis et leurs pourvoyeurs de capitaux est celui d'un intérêt mutuel bien compris. Le reste du monde a besoin des Etats-Unis pour exporter ses marchandises et placer ses excédents d'épargne et les Etats-Unis ont besoin du reste du monde pour financer leur déficit courant sans contrainte sur la croissance. Dans ce système, un décrochage du dollar est difficile-

ment envisageable bien que la menace plane. Depuis début 2002, sa dépréciation atteint 22 % en taux de change effectif réel : elle est de fait contrôlée, toutes les monnaies ne jouant pas le jeu de la flexibilité.

Les pays qui ont accumulé d'énormes réserves de change investies en titres du Trésor américain sont exposés à d'importantes moins-values en cas de chute du dollar et de hausse des taux. Leur diversification ne peut qu'être progressive. De plus, le développement des fonds souverains répond à une volonté d'accroître les rendements des réserves de change. Or un vrai arbitrage rendement/risque reste plus que favorable aux valeurs américaines. Si elle s'annonce moins forte, la demande de dollars ne devrait pas s'effondrer. D'une manière générale, les fonds souverains devraient être source de stabilité financière : en accroissant la liquidité des marchés et parce que ce sont des investisseurs à long terme, peu endettés.

Les zones d'ombre des fonds souverains

Si inquiétudes il doit y avoir, c'est surtout du côté de leur mode de gestion : ils se doivent d'être transparents et responsables au niveau de leurs intentions et leur comptabilité. Leurs portefeuilles doivent être diversifiés et alloués de manière efficiente dans un but économique et non politique. De plus, par l'accumulation de positions importantes, concentrées et non transparentes, les changements d'allocations de portefeuilles des FS pourraient générer de la volatilité sur les marchés. Et il suffit d'une rumeur pour agiter ces derniers. Les Etats-Unis ont demandé au FMI de plancher sur un code de bonne conduite.

S'ils cherchent à prendre le contrôle d'une entreprise appartenant à un secteur stratégique, il est évident qu'il y aura une levée de boucliers. Les Etats-Unis, au travers de leur *Committee on Foreign Investment in the United States* (CFIUS), surveillent déjà de très près les investissements étrangers sous couvert du *nouveau Foreign Investment and National Security Act* (FINSIA) ratifié cet été. Ils s'appuient sur une conception étroite de la sécurité nationale, qu'ils n'ont pas étendu au concept de « sécurité économique ». Plus globalement, un des risques soulevés par le développement des FS est d'alimenter la poussée protectionniste.

Achats nets de titres longs américains par type d'acteur

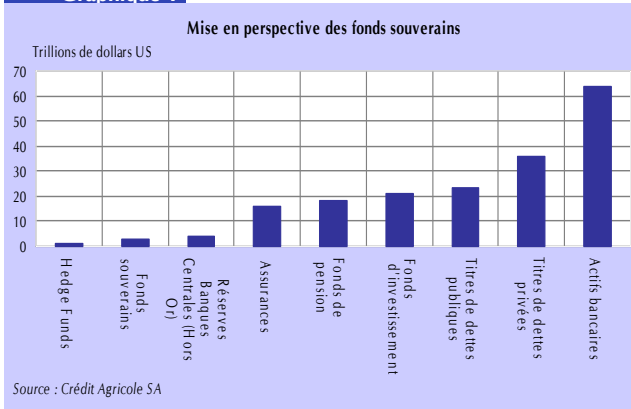
milliards de dollars	Déficit courant	obligations d'Etat			obligations des agences			obligations corporate			actions			
		total	officiel	privé	total	officiel	privé	total	officiel	privé	total	officiel	privé	
2000	-417	-54	-6	-47	153	41	112	182	2	182	175	1	174	
2001	-385	19	3	16	164	17	147	222	4	218	116	2	114	
2002	-460	120	7	111	195	29	167	182	6	176	50	-2	52	
2003	-522	264	104	160	156	26	131	266	5	259	35	0	35	
2004	-640	352	201	150	226	21	205	310	11	296	28	2	26	
2005	-755	338	69	266	219	32	187	372	19	350	82	1	81	
2006	-811	(e)	207	72	135	294	93	201	514	29	484	151	6	145
2007*	-759	(e)	169	-16	187	251	132	118	402	40	360	167	2	165

* sur les trois premiers trimestres, annualisés ; (e) : estimation. Source : US Treasury, Crédit Agricole S.A.

Hélène BAUDCHON
33 (0) 1 43 23 27 61

helene.baudchon@credit-agricole-sa.fr

Graphique 1



s'agit pas non plus de prendre des risques démesurés. On peut d'ailleurs signaler que la perte engendrée par l'investissement chinois

haute qualité financière et/ou managériale. Enfin, sous l'impulsion des Etats-Unis, le FMI travaille déjà sur un code de bonne conduite pour les FS. Ces derniers ne voulant pas se voir fermer la porte des bourses mondiales, beaucoup s'y soumettront certainement. Il est donc fort probable que ces fonds, à l'image du fonds norvégien ou de Singapour deviennent plus transparents dans leurs investissements et dans leurs gestions. D'ailleurs, le choix de l'externalisation de la gestion des surplus au sein d'entités juridiques distinctes, souvent gérés par des étrangers n'est-il pas déjà en soit un signe de transparence, même si beaucoup reste à faire ?

dans le fonds Blackstone, après que la valeur de ce fonds ait connu une forte baisse (-30% depuis la mi-October) a soulevé des interrogations vives en Chine.

Il existe par ailleurs une forte relation d'interdépendance entre les pays d'origine des FS et les pays où se prendront de plus en plus les prises de participation par des FS des émergents. Le déficit courant américain a besoin d'être financé, par exemple (cf. encadré 3). Sans oublier que les pays occidentaux qui accueillent ces fonds s'ouvrent aussi de nouveaux marchés. Barclay's et le fonds d'investissement Blackstone ne s'en cachent pas d'ailleurs : avoir ouvert leur capital au gouvernement chinois leur donne un « accès sans précédent au marché chinois ». Et on se demande si c'est un hasard si en septembre, quelques semaines après que l'Etat chinois ait pris 10% de Blackstone, ce dernier puisse acquérir 20% de la China National Bluestar Corp., une entreprise chimique de première envergure.

Il ne faut sans doute pas sous estimer le pouvoir autorégulateur du marché, non plus : les dernières entreprises cibles des FS ont su négocier des participations minoritaires, passives et de longs termes pour les fonds souverains. Ce ne sont en effet pas des entreprises en difficulté où les fonds souverains décident d'investir, mais plutôt de

Il nous apparaît donc que les FS devraient aller vers plus de transparence. Mais une levée de protectionnisme est toujours possible. Et même sans aller jusque là, des tensions sont encore plus probables. La montée de ces fonds « pose la question de la libéralisation financière et de ses conséquences sur la souveraineté des Etats ». Si le FMI se pose aujourd'hui la question en ces termes, c'est bien que le monde a changé en faveur des émergents, et que l'on ne peut plus s'empêcher de penser à leur nouvelle puissance. D'ailleurs, la puissance financière des émergents ne se limite pas aux FS. Qu'en est-il des ressources en liquidité des émergents qui n'iront pas dans les FS ? Beaucoup de spéculations sont possibles, mais il existe au moins une certitude : les pays émergents peuvent aujourd'hui se permettre, grâce à leurs avoirs, de racheter un très grand nombre d'entreprises d'envergures, de participer à leur capital, ou de soutenir directement leurs propres entreprises nationales. ■

Riadh El Hafdhi
33 (0) 1 57 72 33 35
riadh.el-hafdhi@credit-agricole-sa.fr

Directeur de la publication : Jean-Paul Betbèze
Rédaction en chef : Jean-Paul Betbèze — Sylvain Laclias
Réalisation et secrétariat d'édition : Véronique Champignon-Faure

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques
75710 PARIS cedex 15 — Fax : 33 (0) 1 43 23 58 60
Copyright Crédit Agricole S.A. — ISSN 1248 - 2188
Gestion des abonnements : publication.eco@credit-agricole-sa.fr
Internet : <http://kiosque-eco.credit-agricole.fr/>

« Cette publication reflète l'opinion du Crédit Agricole à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole ou de l'une de ses filiales. Le Crédit Agricole ne garantit ni l'exactitude ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Le Crédit Agricole ne saurait donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication. »