
DOCUMENT DE TRAVAIL

ÉTUDE SUR LA CRÉATION D'UN FONDS SOUVERAIN EN NOUVELLE-CALÉDONIE

Auteur : John BAUDE

RÉSUMÉ

Les fonds souverains se sont multipliés durant la seconde moitié des années 2000, d'une part en raison des excédents commerciaux records de certains pays asiatiques, d'autre part à la faveur du boom des cours des matières premières. La crise financière a pu cependant fragiliser certains de ces fonds et remettre en cause leur utilité. Dans ce contexte, la Nouvelle-Calédonie qui compte parmi les plus importants pays exportateurs de nickel, aurait-elle intérêt à créer elle-aussi un tel fonds ?

L'étude tente d'apporter quelques éléments de réponse. Pour ce faire, elle rappelle dans une première partie les objectifs macroéconomiques des fonds souverains et les écueils qu'ils permettent d'éviter à des pays dont les économies sont nettement dépendantes de l'exportation de matières premières.

La deuxième partie retrace les expériences étrangères en matière de fonds souverain. Elle détaille non seulement l'organisation institutionnelle mais aussi les règles de fonctionnement et les difficultés rencontrées, tant politiques que techniques. Elle aborde aussi les investissements, notamment financiers, censés valoriser au mieux les ressources épargnées mais dont la crise a affecté la rentabilité.

La troisième partie est consacrée plus spécifiquement à la Nouvelle-Calédonie, aux éventuels besoins de stabilisation que nécessite son économie dépendante du nickel ainsi qu'aux possibles risques macroéconomiques qu'elle encourt et qui pourraient se renforcer avec le triplement à terme de la production de nickel, une fois les deux nouvelles usines en service. Enfin l'étude examine les ressources budgétaires dont disposerait la Nouvelle-Calédonie pour créer un fonds souverain, en les comparant à celles de pays étrangers ayant mis en place un tel fonds.

SOMMAIRE

1. DES FONDS PUBLICS POUR DES OBJECTIFS MACROECONOMIQUES.....	2
1. Des réserves de change et des recettes budgétaires pour ressources.....	2
2. Des objectifs de stabilisation économique et d'épargne intergénérationnelle	3
3. Une antidote à une « maladie » et à une « malédiction ».....	5
A. La maladie hollandaise.....	5
B. La malédiction des ressources naturelles.....	6
2. LES EXPERIENCES ETRANGERES DE FONDS SOUVERAINS.....	7
1. L'organisation institutionnelle.....	7
2. Les règles de fonctionnement et leur efficacité.....	7
A. Des difficultés techniques.....	7
B. Des difficultés politiques.....	8
3. Les investissements productifs et financiers des fonds souverains.....	10
A. La stratégie d'investissement productif des fonds d'épargne.....	10
B. Les fonds souverains et la crise financière.....	10
3. LE CONTEXTE NEO-CALEDONIEN.....	12
1 Le poids de l'industrie du nickel dans l'économie néo-calédonienne.....	12
2. La maladie hollandaise en Nouvelle-Calédonie.....	15
3. Une stabilisation souhaitable de l'économie.....	16
4. De faibles ressources pour un fonds souverain.....	18
Conclusion.....	24
Annexe 1 : Un échantillon de fonds souverains dans le monde en 2011 selon la typologie du FMI	26
Annexe 2 : Fiches sur quelques fonds souverains.....	27
Annexe 3 : Analyse statistique des cours du nickel.....	31
Annexe 4 : cours de quelques matières premières depuis 1970.....	34
Annexe 5 : Hypothèses pour les projections à l'horizon 2015.....	35
Bibliographie.....	37

1. DES FONDS PUBLICS POUR DES OBJECTIFS MACROECONOMIQUES

1. Des réserves de change et des recettes budgétaires pour ressources

Il n'existe pas de définition des fonds souverains unanimement acceptée. Le FMI (2008) les présente comme des fonds publics d'investissement auxquels sont assignés des objectifs macroéconomiques. Ils se distinguent ainsi des fonds de capital investissement (*private equity*) ou des fonds spéculatifs (*hedge funds*) qui servent des intérêts privés.

Les 75 fonds souverains recensés par Bertin-Delacour (2009), au nombre de 5 seulement en 1970 et pour la moitié mis en place à partir de l'année 2000, géraient de l'ordre de 3000 milliards de dollars américains en 2008, soit l'équivalent de 20% du PIB annuel des Etats-Unis. D'autres évaluations mentionnées par Aizenman & Glick (2008) sont comprises entre 2000 et 3000 milliards. A titre de comparaison, les réserves officielles de change des banques centrales étaient estimées en 2008 à environ 6000 milliards de dollars américains, les actifs des fonds spéculatifs et des fonds de capital investissement à respectivement 1900 et 1000 milliards. Toutefois, les fonds souverains ont un poids financier très inférieur aux sociétés d'investissement (de type SICAV), aux fonds de pension ou aux compagnies d'assurance. L'actif de chacun d'eux était de l'ordre de 20 000 à 30 000 milliards de dollars américains en 2008.

Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

Les ressources des fonds souverains proviennent le plus souvent des exportations de matières premières ou de produits manufacturés. En contrepartie sont accumulées des recettes fiscales et des réserves de change. Les premières **résultent de taxes à l'extraction, de revenus de licences et brevets et de l'impôt sur les sociétés pétrolières et minières**. Les secondes traduisent la conversion en monnaie locale des revenus d'exportations perçus en monnaie de l'échange commercial.

Une partie de ces recettes fiscales et de ces réserves de change est confiée au fonds souverain qui ne gère pas ces dernières comme la banque centrale ses réserves officielles. Le premier a une stratégie **d'investissement diversifié à moyen ou long terme** quand la seconde doit privilégier des placements de court terme, sûrs et liquides, pour des interventions sur le marché des changes ou le marché interbancaire.

Les exportations de matières premières constituent la première source de financement des fonds souverains. **L'envolée des cours mondiaux de matières premières durant la seconde moitié des années 2000** a entraîné une très forte accumulation de dollars américains et une multiplication des fonds. Parmi 31 pays producteurs de pétrole, 21 ont un fonds, dont 16 furent créés après 1995. Les fonds de rente pétrolière et minière, situés principalement au Moyen-Orient, en Norvège et en Russie, représentent environ deux-tiers des actifs.

Les exportations de produits manufacturés constituent l'autre source de financement importante. Elles ont permis la constitution de fonds souverains dans plusieurs pays d'Extrême-Orient. Leur forte compétitivité prix et l'exceptionnel dynamisme de la demande en Chine, profitant à ses fournisseurs étrangers dans la région, ont accru les exportations de ces pays dans des proportions considérables.

Enfin, quelques fonds ont des ressources provenant d'excédents ou de dotations budgétaires, résultant de privatisations ou de taux de cotisations sociales très élevés pour financer les retraites.

La richesse des fonds souverains est fortement concentrée. Les trois-quarts des actifs sont détenus par six fonds situés aux Emirats Arabes Unis (800 milliards de dollars US¹), en Norvège (350 milliards), à Singapour et en Arabie Saoudite (300 milliards chacun), au Koweït et en Chine (200 milliards chacun).

Les fonds souverains ne sont pas l'apanage des pays riches mais concernent aussi des pays en développement. Ils sont plutôt uniformément répartis en termes de niveau de revenu par habitant (Aizenman & Glick, 2008).

2. Des objectifs de stabilisation économique et d'épargne intergénérationnelle

Comme le rappellent Das & alii (2009), il n'existe pas de modèle théorique déterminant le niveau de réserves de change, qu'il suffit à un pays de conserver à titre prudentiel, et au-delà duquel il peut constituer un fonds souverain. Pour juger de la capacité d'un pays à répondre à une crise de change, le ratio souvent utilisé rapporte les réserves à la dette extérieure de court terme. Une valeur unitaire signifie **qu'un pays à compte courant équilibré peut honorer ses engagements de court terme durant un an**. Le niveau des réserves à conserver doit être plus important si le solde des paiements courants est fortement déficitaire ou si le taux de change est surévalué ou bien encore si le secteur bancaire est fragile. Il peut être en revanche plus limité si le régime des changes est flexible ou si l'Etat est en capacité d'emprunter rapidement et en grande quantité auprès des non-résidents. Il doit donc être apprécié selon les caractéristiques économiques du pays.

Le niveau des recettes fiscales au-delà duquel elles peuvent être épargnées est plus simple à déterminer en théorie. Dès qu'il y a excédent budgétaire de nature conjoncturelle, il peut être mis en réserve. En pratique, la ventilation des recettes et dépenses selon leur caractère réversible ou non à court terme ainsi que des méthodes statistiques permettent de dissocier les composantes structurelle et conjoncturelle d'un solde budgétaire.

¹ Ces estimations sont extraites de l'étude de Aizenman & Glick (Federal Reserve Bank of San Francisco, décembre 2008).

Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

Si le seuil adéquat pour les réserves de change ou les recettes fiscales est atteint, il n'est pas nécessairement opportun de créer un fonds souverain. Dans un premier temps, la banque centrale peut gérer les réserves dans une perspective de long terme. Mais sa faible tolérance pour des pertes éventuelles limite la taille et la diversité du portefeuille d'actifs. De même, un excédent budgétaire de nature conjoncturelle peut combler un éventuel déficit structurel ou réduire la dette publique. La première utilisation devrait rester exceptionnelle tant des excédents budgétaires conjoncturels ne peuvent compenser sur une longue période des déficits chroniques que seules des mesures adéquates peuvent durablement éradiquer. La seconde peut être plus avantageuse si la charge de la dette coûte davantage que ne rapportent les revenus financiers issus du fonds souverain, en d'autres termes si le taux d'intérêt débiteur de l'Etat est supérieur à la rentabilité du fonds.

Aussi, quand l'accumulation des réserves de change et des recettes fiscales est jugée durable, voire croissante, avec des conditions financières favorables, il est alors judicieux de créer un tel fonds auquel les pouvoirs publics assignent des objectifs macroéconomiques.

La plupart des travaux mentionnent deux objectifs macroéconomiques principaux qui déterminent une typologie des fonds souverains : les fonds de stabilisation et les fonds d'épargne.

Ces deux catégories ne sont cependant pas exclusives. Un fonds souverain peut répondre à ces deux objectifs, à l'instar de ceux du Koweït, du Chili et de la Norvège par exemple. Il peut aussi exister un fonds pour chacun des objectifs comme en Russie. Dans ce pays, comme dans d'autres, la forte hausse des cours des matières premières intervenue ces dernières années a permis une telle accumulation d'actifs qu'elle a incité les autorités à ne plus se focaliser sur le seul objectif de stabilisation mais à prendre également en compte l'objectif d'épargne intergénérationnelle.

Les fonds de stabilisation, destinés aux pays exportateurs de matières premières, sont censés préserver leurs finances publiques et leur économie des fluctuations des cours mondiaux.

Quand ceux-ci sont à des niveaux élevés, une partie des revenus d'exportation est affectée au fonds qui les fait fructifier par des placements sur les marchés financiers. Quand les cours sont à de bas niveaux, des sommes sont retirées du fonds pour couvrir les besoins de financement de l'Etat et pour être réinjectées dans l'économie. Le fonds souverain permet ainsi de lisser les finances publiques et l'activité. Ce rôle contra-cyclique par rapport aux évolutions des cours mondiaux est évidemment d'autant plus important que l'économie du pays est dépendante des exportations de matières premières.

Les fonds d'épargne convertissent les ressources non renouvelables en actifs financiers pour les générations futures. Les revenus que procure l'extraction de matières premières sont épargnés en partie de sorte qu'ils ne soient pas au bénéfice des seules générations contemporaines de cette activité. Capitalisés, ils pourront aussi profiter aux générations futures, une fois les ressources épuisées. Ils ne seront pas alors nécessairement restitués aux ménages qui pourront en bénéficier indirectement par le biais d'investissements ayant renforcé la croissance potentielle du pays.

Les fonds de développement, fonds souverains également mentionnés par le FMI, apparaissent ainsi comme des fonds d'épargne particuliers des pays exportateurs de matières premières. Il en est de même des fonds de retraites², tel celui de la Norvège, qui suppléent les financements par répartition quand ils deviennent insuffisants en raison du vieillissement de la population. Tous ces fonds répondent à une préoccupation d'équité intergénérationnelle. Quant aux fonds de placements également cités par le FMI, ils optimisent la rentabilité des réserves, ce que ne peut faire la banque centrale compte tenu de ses missions. La gestion des actifs caractérise ces fonds, non la finalité de leurs investissements.

² Les fonds de retraites diffèrent des fonds de pensions parce qu'ils sont publics et non privés et parce qu'ils ne reposent pas sur les cotisations individuelles des futurs retraités ou de leurs employeurs. En outre, contrairement aux fonds de pension, ils n'ont pas d'engagement contractuel auprès d'épargnants individuels pour payer des retraites.

3. Une antidote à une « maladie » et à une « malédiction »

A. La maladie hollandaise

Plutôt que d'être épargnées, les réserves de change et les recettes fiscales pourraient financer sans attendre les investissements dans des économies qui en manquent et qui sont susceptibles de les absorber, comme le rappelle un rapport des Nations Unies (UNCTAD, 2006). Elles dynamiseraient la croissance de long terme, notamment en diversifiant la structure productive de l'économie, ce qui profiterait aux générations présentes et futures.

Mais dans une économie dépendante de ses ressources naturelles, un boom des cours de matières premières ou l'exploitation de nouveaux gisements peuvent conduire à une hausse des prix et du taux de change, préjudiciable à la croissance. Un fonds souverain peut éviter un tel phénomène connu sous le nom de « maladie hollandaise » en référence à l'expérience des Pays-Bas, exportateurs de gaz dans les années soixante.

Un boom des cours ou de la production entraîne une forte augmentation des recettes budgétaires du pays exportateur. Dépensées, elles induisent des tensions inflationnistes. Une telle conjoncture pour les matières premières accroît aussi de manière importante l'entrée de devises, en l'occurrence des dollars américains. En changes fixes, ces devises dépensées dans l'économie locale entraînent une brusque accélération de la demande, qui suscite là encore des tensions inflationnistes. En changes flexibles, la conversion des devises en monnaie locale conduit à un surcroît de demande de cette dernière, donc à son appréciation. Dans les deux cas, le taux de change réel s'apprécie, ce qui traduit une perte de compétitivité prix des produits échangeables. Le secteur d'exportation hors matières premières est alors fragilisé, voire se contracte. Ces effets peuvent être plus durables que le boom du cours des matières premières. Les parts de marché perdues peuvent se révéler difficiles à reconquérir. Les facteurs de production, capital et travail, s'orientent vers le secteur pétrolier ou minier et vers celui des produits non échangeables. Ainsi l'exploitation de ressources naturelles peut conduire à une croissance peu diversifiée sur le plan sectoriel, sans autres exportations que les matières premières. Toutefois, cela ne signifie pas pour autant qu'elle soit faible à long terme. La croissance du secteur pétrolier ou minier peut en effet plus que compenser l'étouffement du secteur des produits échangeables. Mais plusieurs études, celles de Cavalcanti & alii (2011) et d'Hausmann & alii (2007) parmi les plus récentes, insistent sur la diversification des exportations pour assurer une croissance soutenable. Ce point est évidemment crucial, une fois les ressources épuisées. En outre, le secteur manufacturier est souvent considéré comme le principal moteur de la croissance parce qu'il est porteur d'externalités positives et parce que son propre développement donne lieu à des rendements d'échelle croissants (Matsuyama, 1992 ; Sachs & Werner, 1995 ; Torvik, 2001). Son étiolement condamnerait donc toute économie à une faible croissance.

Si la validation empirique de cette théorie est encore insuffisante, il apparaît bien cependant qu'un boom du cours des matières premières ne dynamise pas nécessairement la croissance des pays exportateurs de manière durable. Plusieurs travaux, ceux de Deaton & Miller (1995), de Collier & Gunning (1999) et de Dehn (2000), attestent au mieux de l'absence d'un tel effet d'entraînement, voire d'un impact négatif. Une étude plus récente souligne que l'instabilité du taux de change réel amoindrit la croissance des pays en développement (Aghion & alii, 2006). Cet effet serait particulièrement important dans les économies très dépendantes de l'extraction de matières premières. Leurs prix influent fortement sur les termes de l'échange lesquels ont un impact sur le taux de change réel en moyenne deux fois plus élevé que dans les pays industrialisés hors Asie, c'est-à-dire dans les pays riches à faible niveau des réserves de changes. (Aizenmann & Riera-Crichton, 2006). Toutefois, cette contribution majeure des termes de l'échange à la croissance ne fait pas consensus parmi les économistes. Bulte & alii (2005) rappellent que les travaux de Leite & Weidman (2002) et de Sala-I-Martin & Subramanian (2003) la réfutent.

Quoi qu'il en soit, en « stérilisant » les revenus pétroliers ou miniers, un fonds souverain évite leur injection immédiate dans l'économie et l'éventuelle appréciation du taux de change réel qui s'ensuit, défavorable à la croissance. En constituant une épargne, il contribue à terme au financement de projets industriels de nature à diversifier l'économie et à renforcer la croissance. Ainsi l'étalement dans le temps de ces investissements renforce progressivement l'offre productive sans les effets défavorables de dépenses en capital ou en biens de consommation et services trop massives et subites.

B. La malédiction des ressources naturelles

Depuis une quinzaine d'années, plusieurs travaux initiés par ceux de Sachs et Werner (1995) évoquent, non plus la maladie hollandaise, mais la « malédiction » des ressources naturelles pour expliquer les contreperformances de pays richement dotés. Ce n'est plus la dépendance de l'économie aux revenus des matières premières mais l'abondance de ces dernières qui serait à l'origine de sa faible croissance. Ces deux notions sont liées cependant. En cas de boom des cours, l'abondance peut conduire à la dépendance. Les revenus très élevés issus de l'exploitation des ressources naturelles entraînent alors, selon les mécanismes de la maladie hollandaise, une spécialisation des exportations en matières premières ou en produits dérivés. Mais lorsque les cours mondiaux sont à un bas niveau, l'abondance est encore de nature à pénaliser la croissance à long terme. Elle entretient les pouvoirs publics et les organismes financiers dans l'idée de recettes minières ou pétrolières des plus élevées sitôt les cours mieux orientés. Dans l'intervalle qui peut être long, ces anticipations peuvent conduire à un endettement excessif (Gelb, 1985 et 1988). Les travaux de Dehn (2000) soulignent d'ailleurs l'impact très négatif sur la croissance d'une baisse marquée des cours, mettant ainsi en évidence une dissymétrie avec les chocs positifs.

Durant les phases de cours élevés des matières premières, les effets défavorables ne se limitent pas à ceux de la maladie hollandaise. L'abondance de recettes budgétaires peut favoriser un accroissement des dépenses courantes, notamment des salaires et des transferts sociaux, parfois concédé pour des motifs électoralistes et néanmoins peu réversible lorsque la conjoncture économique se retourne. Elle risque également de conduire à des investissements publics peu rentables ou trop ambitieux, dont le financement de surcroît peut souffrir d'un manque de continuité en raison de la forte instabilité des recettes budgétaires.

De par son objectif de stabilisation, un fonds souverain pallie ces difficultés. En effet, il déconnecte les dépenses des recettes budgétaires, c'est-à-dire des cours observés ou anticipés des matières premières exportées. En lissant les recettes versées au budget, il évite ainsi les à-coups de la politique budgétaire à endettement inchangé. Non seulement il réduit l'instabilité de l'investissement public mais aussi il limite l'accroissement de dépenses courantes pouvant peser durablement sur le budget. En revanche, il n'empêche pas les pouvoirs publics de recourir fortement à l'emprunt pour les financer au risque que les remboursements et la charge de la dette contraignent d'autres dépenses au fil du temps. Le fonds souverain est un outil de gestion des finances publiques. Il ne se substitue pas aux choix de politique économique.

L'hypothèse de malédiction des ressources naturelles reste toutefois controversée et contestée par des travaux empiriques. Ceux de David (1995), de Lederman & Maloney (2003) et de Brunnschweiler & Bulte (2006) décèlent au contraire une relation positive entre la croissance et l'abondance en ressources naturelles.

Comme le rappelle Auty (2001a), la diversité des situations et des expériences des pays riches en matières premières expliquent les débats et l'absence de conclusion définitive concernant la maladie hollandaise et la malédiction des ressources naturelles. Il en est de même pour les fonds souverains censés les en préserver.

2. LES EXPERIENCES ETRANGERES DE FONDS SOUVERAINS

1. L'organisation institutionnelle

Environ la moitié des fonds souverains sont distincts du gouvernement et de la banque centrale et sont dotés de la personnalité morale sur le plan juridique. Certains sont des entités de droit public comme KIC en Corée du Sud, KIA au Koweït, QIA au Qatar ou ADIA à Abu Dhabi. D'autres sont des sociétés de droit privé comme CIC en Chine, Temasek et GIC à Singapour. Ils sont généralement dirigés par un conseil d'administration, comprenant en moyenne cinq à neuf membres, nommés par le ministre des Finances un autre membre du gouvernement, pour un terme d'au moins cinq ans. Il y a souvent des limites quant au nombre de membres du gouvernement pouvant siéger au conseil. Dans certains cas, les administrateurs peuvent être révoqués par le ministre des Finances si le mandat confié par le gouvernement n'est pas rempli de manière satisfaisante ou si les objectifs définis ne sont pas atteints (Bertin-Delacour, 2009).

Pour l'autre moitié, les fonds souverains n'ont pas de personnalité juridique en propre et constituent des ensembles d'actifs financiers, figurant au bilan de l'Etat ou de la banque centrale. C'est le cas des fonds de Norvège, d'Arabie Saoudite, de l'Etat de l'Alberta au Canada, de Russie, du Chili et du Mexique. Ils sont généralement placés sous le contrôle du ministère des Finances, qui définit la politique d'investissement. L'organe de direction peut ne comprendre que des membres du gouvernement. La gestion opérationnelle est assurée par la banque centrale ou une agence gouvernementale.

Tous statuts juridiques confondus, les deux tiers des fonds souverains comptent des représentants de l'Etat dans leur organe de direction. Ils y sont majoritaires dans la moitié des cas. Selon les fonds, ils peuvent être révoqués ou non par le ministre des Finances.

Les fonds souverains sont généralement institués par une loi spéciale ou par la loi de finances, parfois par la Constitution (par exemple dans l'Etat américain d'Alaska).

2. Les règles de fonctionnement et leur efficacité

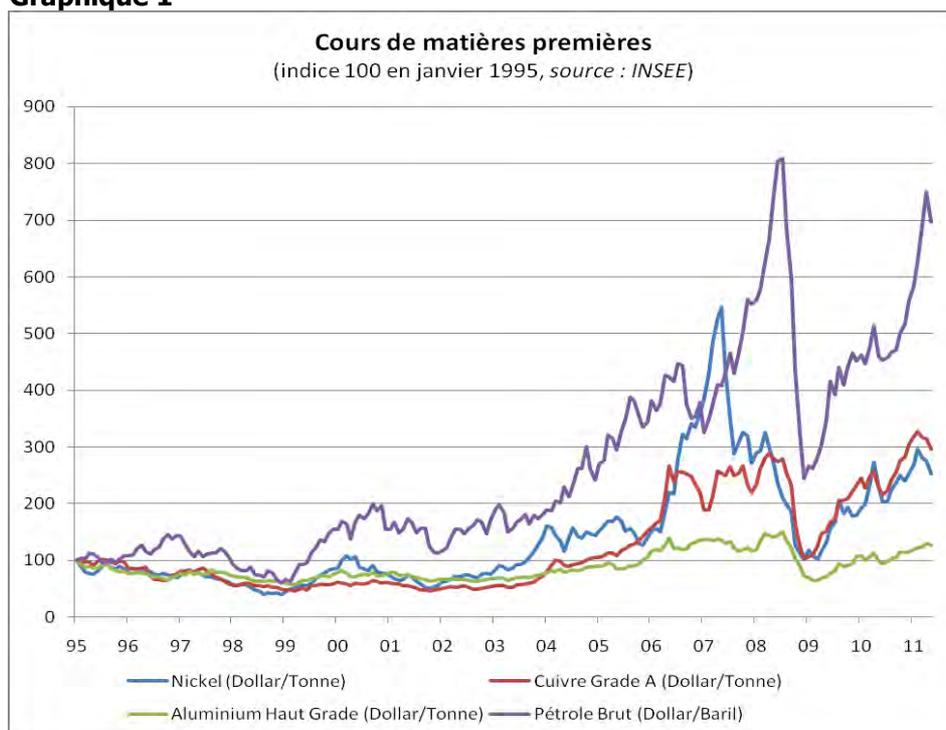
Les fonds souverains sont dotés de règles, plutôt strictes en général, pour y déposer ou en retirer des sommes.

A. Des difficultés techniques

Pour les fonds de stabilisation, les règles reposent le plus souvent sur l'écart entre le prix des matières premières et un niveau de référence. Les revenus supplémentaires correspondant à un écart positif sont déposés sur le fonds tandis que peuvent en être prélevés les montants associés à un écart négatif. Le point décisif est donc la détermination de ce niveau de référence, qui se révèle parfois peu transparente afin de faciliter les opérations budgétaires souhaitées par les pouvoirs publics.

Le calcul de ce niveau se heurte néanmoins à de réelles difficultés techniques. La stabilisation repose sur la notion de cycle du prix des matières premières, lequel n'apparaît pas spontanément (cf. graphique 1). Il est difficile de distinguer en temps réel les chocs temporaires, donc réversibles et de dimension cyclique, des chocs persistants, qu'ils soient déterministes ou aléatoires. Dans ce dernier cas, qui peut correspondre aux prix de certaines matières premières, il n'existe pas de tendance et la meilleure prévision de prix pour demain est le prix d'aujourd'hui. En outre, même s'il y a un cycle, les phases ascendante et descendante doivent en principe être peu ou prou symétriques pour assurer un équilibre budgétaire sur l'ensemble de la période. Or les prix des matières premières peuvent parfois tarder à recouvrer leur tendance de long terme. Concernant le nickel, l'analyse statistique montre qu'il est délicat de déterminer une tendance et un cycle (cf. annexe 3).

Graphique 1



Pour les fonds d'épargne, les dépôts sont le plus souvent déterminés comme une quote-part des recettes budgétaires ou des seuls revenus de matières premières. Ainsi, elle est fixée à un minimum de 25% de tous les revenus pétroliers dans l'Etat américain de l'Alaska et à 10% du total des recettes budgétaires au Koweït, quelle que soit la conjoncture budgétaire ou pétrolière (Fasano, 2000).

Les retraits censés venir en aide aux finances publiques sont en général encadrés par des règles dans les pays dont les fonds d'épargne sont considérés comme des expériences réussies. En Norvège, la part des recettes pétrolières affectée au budget hors pétrole en déficit ne peut pas dépasser 4% à moyen terme. Au Botswana, les revenus du diamant consacrés au financement du budget doivent être du même montant que celui des dépenses d'investissement. Au Chili, la règle repose sur la notion d'équilibre budgétaire structurel de manière à ne pas utiliser le fonds constitué des revenus du cuivre pour pallier des problèmes endémiques.

Pour d'autres fonds prévaut l'absence de règles stables et incontestées. Les retraits risquent alors d'être à la discrétion des autorités. Les difficultés de fonctionnement des fonds d'épargne semblent de ce fait plus politiques que techniques. Elles renvoient au respect des obligations de dépôts et des objectifs d'investissement par l'Etat unique actionnaire sans que celui-ci l'utilise à des fins de renflouement des finances publiques.

B. Des difficultés politiques

La plupart des fonds souverains sont de création récente, intervenue durant les années 2000, si bien qu'il est donc encore difficile de dresser un bilan, faute de recul suffisant. Toutefois les fonds de stabilisation semblent s'être jusqu'à présent plutôt soldés par des échecs, même s'il y eut aussi quelques expériences réussies, notamment en Norvège, au Chili et au Botswana. Les difficultés techniques à elles seules n'expliquent pas l'incapacité de ces fonds à atteindre leur objectif de stabilisation. Elle tient davantage au manque de volonté des pouvoirs publics de respecter une discipline budgétaire selon l'étude d'Asfaha (2007) qui synthétise les résultats de plusieurs travaux sur ce sujet. Dans les pays ayant mis en place un fonds souverain, les cours des matières premières affectent moins l'évolution des dépenses publiques. Celles-ci sont plutôt déconnectées des recettes budgétaires englobant les revenus pétroliers ou miniers. Mais concomitance ne signifie pas nécessairement causalité. D'après les tests statistiques effectués par Davis & alii (2001) et Crain & Devlin (2002), les fonds souverains ne seraient pas à l'origine de la stabilisation des dépenses

publiques et de l'économie³. Les pays qui ont des politiques budgétaires plus prudentes seraient en général les mêmes à s'être dotés de fonds. Parmi ces pays, les meilleurs résultats en termes de stabilisation des finances publiques et de l'économie auraient été obtenus là où la politique budgétaire fut rigoureuse selon l'étude de Fasano (2000) qui porte sur les fonds de la Norvège, du Chili, du Koweït, de l'Etat d'Alaska, du Venezuela et d'Oman. Concernant ces deux derniers pays, un rapport des Nations Unies (UNCTAD, 2006) souligne que les fréquents changements des règles de fonctionnement et le détournement progressif des fonds de leurs objectifs initiaux ont conduit à leur échec. Dans d'autres pays, les fonds n'existaient plus, vidés par les pouvoirs publics à d'autres fins, quand le besoin de stabilisation se manifestait.

Les fonds d'épargne peuvent aussi pâtir de politiques budgétaires peu rigoureuses. Un Etat peut à la fois accumuler de l'épargne et de la dette. Il peut en effet à la fois respecter l'objectif d'épargne et engager de fortes dépenses qu'il finance par l'emprunt, lui-même gagé par le fonds d'épargne. L'expérience du Venezuela à la fin des années 90 en est une illustration.

Les pouvoirs publics peuvent aussi souvent modifier les règles de fonctionnement pour réorienter l'épargne vers le budget. Ce fut le cas dans l'Etat canadien de l'Alberta. Pour se prémunir contre ces pratiques, tout changement de règles doit être approuvé par référendum dans l'Etat américain de l'Alaska.

Par ailleurs, la présence d'un fonds d'épargne est susceptible de favoriser une « mentalité de rentier » selon Daban & Hélias (2010). Elle serait d'autant plus encouragée en Alaska que des revenus financiers du fonds d'épargne sont distribués chaque année à la population, ce qui n'inciterait pas à l'esprit d'entreprise, à la collecte d'impôts et à la réduction de la dette publique (Stevens & Mitchell, 2008). Au Koweït, au motif d'éviter toute pression sur les autorités pour l'utilisation du fonds, notamment la distribution de revenus, aucune information concernant sa situation financière n'est rendue publique. On peut se demander cependant si une telle ligne de conduite ne contrevient pas à la transparence mentionnée dans les Principes de Santiago, acceptés en 2008 par la plupart des fonds souverains sous l'égide du FMI.

Au prétexte d'éviter ces mêmes pressions relayées par le Parlement, la présidence au Kazakhstan et en Azerbaïdjan gère directement le fonds qui est en dehors du budget et qui n'est pas couvert par la loi de finances. Il fait cependant l'objet, chaque année, d'un audit par une société indépendante extérieure.

Fasano (2000) et Weinthal & Jones Luong (2006) sont tentés d'expliquer les sorts variés de ces fonds souverains par la nature des institutions, qui, dès lors qu'elles sont fragiles, permettraient un dévoiement des règles de fonctionnement par les pouvoirs publics ou un mode de gestion opaque sans partage. Toutefois, l'exemple de l'Alberta montre les limites de cet argument. En outre, d'autres études soulignent que l'une des expériences les plus réussies est celle de la Norvège où les règles sont parmi les plus souples qui soient. En fait, il semble que la réussite d'un fonds souverain dépende encore davantage de la volonté politique largement partagée dans le pays de le mettre en place et d'atteindre les objectifs fixés, comme le rappellent Humphreys & Sandbu (2007). Ainsi, au Tchad où un fonds fut créé sur l'insistance de la Banque Mondiale qui en faisait une condition nécessaire à l'octroi d'un prêt, le gouvernement n'adhérait pas aux règles qu'il modifia souvent à sa guise et le fonds fut un échec. Au Botswana, à l'inverse, le fonds voulu et créé par les autorités, où l'accord du parlement est indispensable pour les décisions le concernant, a permis de découpler les dépenses des recettes budgétaires. Ces mêmes auteurs plaident pour une « spécialisation » des fonds d'épargne, dédiés à un objectif social affiché tel que l'éducation, la santé ou les retraites. Ainsi les pouvoirs exécutif et législatif seraient plus enclins à respecter les règles en termes de dépôts et de retraits.

³ En raison de données en nombre restreint et de qualité limitée, les résultats et les conclusions de ces travaux sont fragiles comme en conviennent leurs auteurs.

Un fonds souverain peut faciliter la gestion des finances publiques et œuvrer au développement du pays s'il s'accompagne d'une discipline budgétaire qu'il ne saurait remplacer, laquelle résulte d'un choix de politique économique. Parce qu'un fonds engage le pays et sa politique budgétaire dans la durée, voire pour un horizon de long terme dans le cas d'un fonds d'épargne, un tel choix doit reposer sur un large accord au sein du pays. Isoler le fonds souverain de toute influence des autorités en leur déniaient un droit de regard et un pouvoir de décision serait en revanche illusoire, anti-démocratique et contre-productif car sujet à des contestations et pressions croissantes.

3. Les investissements productifs et financiers des fonds souverains

A. La stratégie d'investissement productif des fonds d'épargne

Si l'on écarte la stratégie chinoise orientée vers le secteur des matières premières pour assurer ses approvisionnements nécessaires à son développement, les investissements productifs des fonds d'épargne privilégient l'acquisition de technologies et de compétences auprès des pays développés. Ils s'allient alors à un groupe leader dans le secteur considéré pour un échange de savoir-faire contre des capitaux.

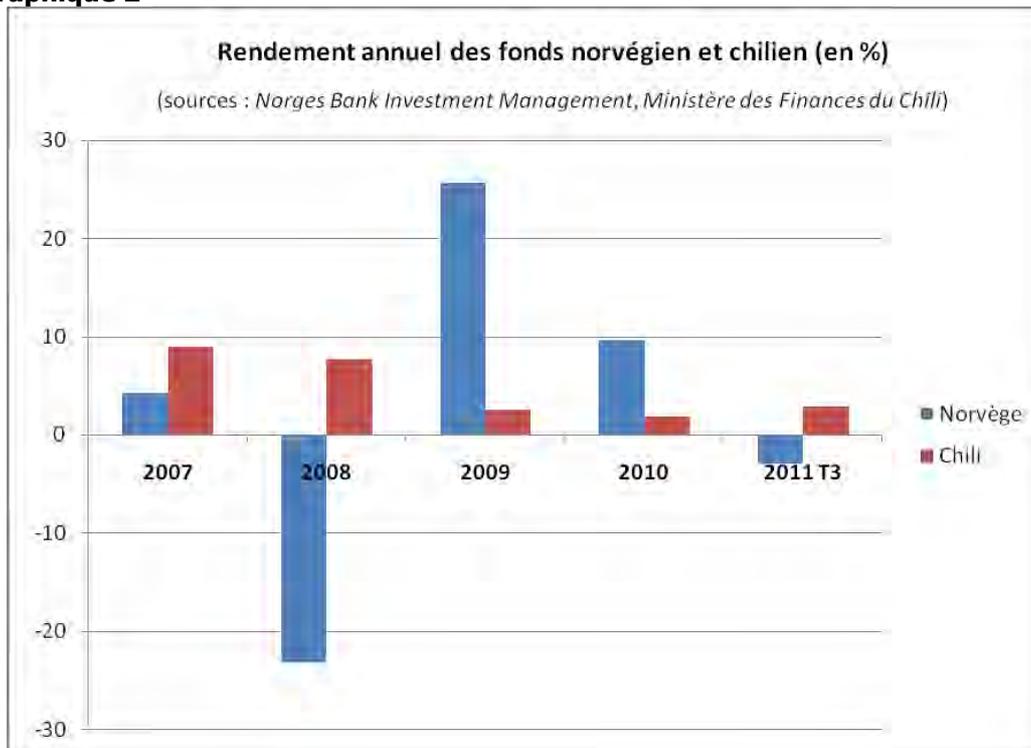
Ces investissements ont porté sur les secteurs bancaire et financier, à la fois pour le développement de Bourses dans leur pays et pour leurs propres activités et expertises, mais aussi sur les secteurs de l'immobilier et du tourisme. Ils ont également concerné l'industrie, notamment dans les secteurs-clés pour le futur que sont l'énergie, l'environnement et les infrastructures, dont celles du transport maritime et du transport des ressources naturelles qui ont mobilisé plus particulièrement les fonds du Moyen-Orient. Le volume de leur épargne et leur caractère public permettent de financer des investissements massifs de très long terme, sans rentabilité immédiate, mais déterminants pour le développement économique (Bertin-Delacour, 2009).

B. Les fonds souverains et la crise financière

Les fonds d'épargne dont l'objectif est l'équité intergénérationnelle ont un horizon d'investissement bien plus long que les fonds de stabilisation macroéconomique, dont l'horizon est lié aux cycles conjoncturels, notamment à celui du prix des matières premières. Les actifs non liquides tels que les infrastructures et l'immobilier, dont la cession dans des conditions de prix avantageuses peut prendre du temps, constituent des investissements de long terme que seuls les fonds d'épargne réalisent. Ceux-ci comportent en outre une plus forte proportion d'actions dans leur portefeuille que les fonds de stabilisation. A long terme en effet, les actions sont généralement considérées comme plus rentables que la répétition de placements à court terme cumulant les risques. A l'inverse les fonds de stabilisation, susceptibles d'être sollicités à brève échéance pour combler des déficits publics ou dynamiser l'économie, privilégient les liquidités ou les titres à revenus fixes et relativement liquides, tels que les bons du Trésor et les obligations.

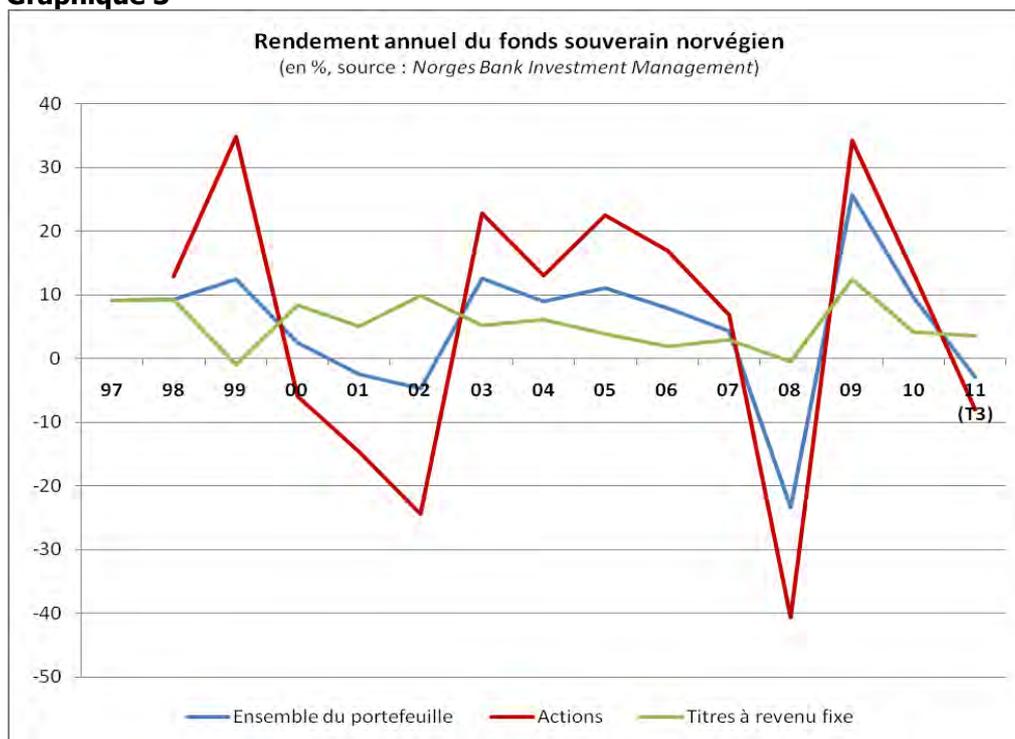
La chute des cours boursiers et des prix immobiliers dans certains pays a entraîné de lourdes pertes pour les fonds d'épargne. En Norvège, à Singapour, dans l'Etat canadien de l'Alberta et dans l'Etat américain de l'Alaska, leur taux de rendement est devenu nettement négatif, au point d'être parfois inférieur à -20% en 2008 avant de recouvrer des niveaux élevés en 2009 à la faveur de l'amélioration de la conjoncture financière intervenue cette année-là. En revanche, pour les fonds mixtes d'épargne et de stabilisation du Chili, de Timor-Leste, de Trinidad-et-Tobago et d'Azerbaïdjan, le taux de rendement est demeuré positif en 2008 et 2009, compris entre 1% et 7% environ, même s'il a cédé plusieurs points par rapport à son niveau de 2007 (Kunzel & alii, 2011).

Graphique 2



La chute des Bourses au 3ème trimestre de 2011 a de nouveau pesé sur les performances financières des fonds souverains. Dans le cas du fonds norvégien par exemple, le rendement des actions⁴ a baissé de 17% au cours de ce trimestre. Sur un an, le recul atteint 8% si bien que la performance de l'ensemble du portefeuille redevient négative, déclinant d'environ 3%. Toutefois, le rendement global sur les quinze ans d'existence de ce fonds est de 100%, soit une moyenne annuelle de 4,7%.

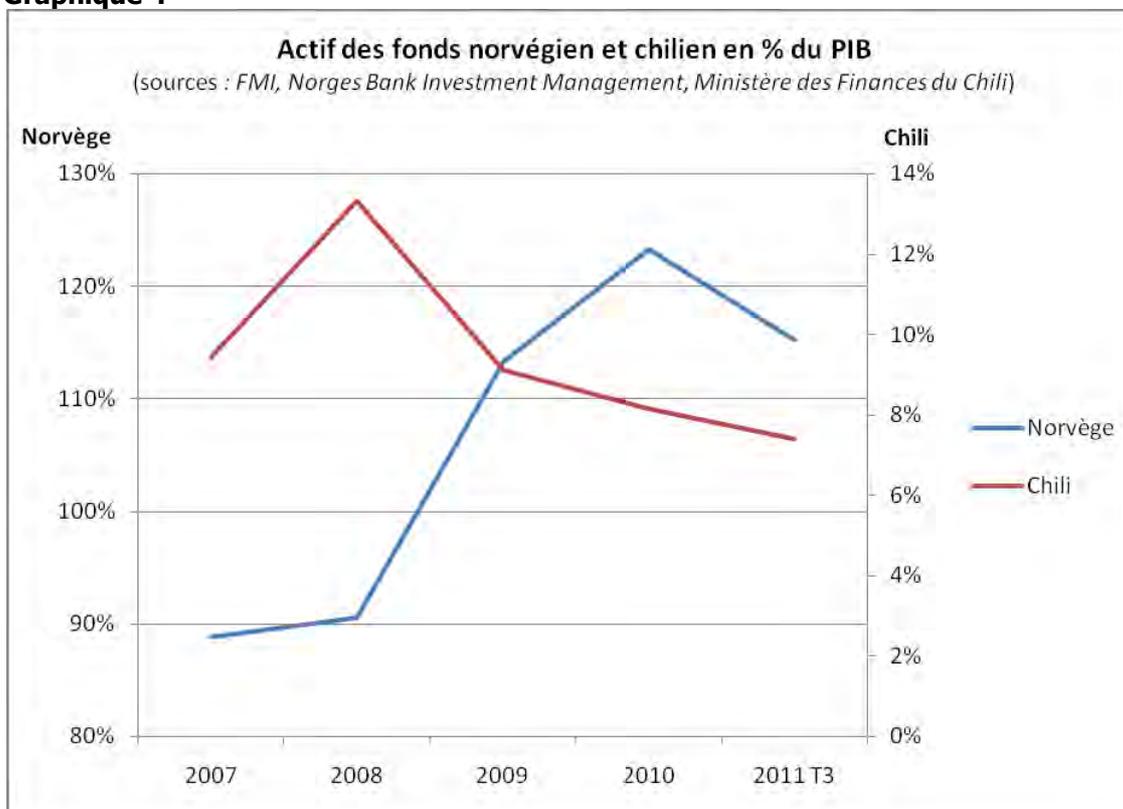
Graphique 3



⁴ Le rendement des actions du fonds norvégien est calculé, non en couronnes norvégiennes, mais selon un panier de devises présentes dans le portefeuille. Le rendement du fonds chilien est en revanche calculé en dollars américains.

La crise économique a déjà renforcé le rôle des fonds souverains étudiés par Kunzel dans le financement de la dette et des déficits publics. Conformément à leur mission, les fonds de stabilisation ont été fortement sollicités, notamment pour financer les politiques de relance budgétaire. Après les retraits opérés, leur actif a reculé d'environ 50% entre la fin de l'année 2008 et celle de l'année 2009, à l'inverse des fonds mixtes peu affectés et des fonds d'épargne dont l'actif a augmenté d'environ 30% en raison du rebond de la conjoncture financière durant cette période.

Graphique 4



Si Kunzel & alii considèrent que l'émission de dette peut se révéler moins onéreuse, ils anticipent néanmoins un recours encore accru aux fonds souverains pour les finances publiques. En outre, ceux-ci ont eu parfois pour nouvelle mission, non prévue dans leurs statuts, de contribuer à la recapitalisation des banques et des entreprises locales. Ainsi encore tout récemment, en octobre 2011, un fonds souverain chinois a investi dans quatre grandes banques de son pays.

3. LE CONTEXTE NEO-CALEDONIEN

1. Le poids de l'industrie du nickel dans l'économie néo-calédonienne

La Nouvelle-Calédonie fournit 9% de la production mondiale de nickel. Elle est le cinquième pays ou territoire producteur derrière la Russie (19%), le Canada (15%), l'Australie (11%) et l'Indonésie (11%). Concernant le nickel raffiné, l'ensemble constitué de la Nouvelle-Calédonie et de la France métropolitaine se situe au septième rang mondial des pays producteurs (Sénat, 2005). L'essentiel de la production est exporté. De 1998 à 2009, l'ensemble des produits exportés à base de nickel (minerais, mattes et ferronickels) ont représenté en moyenne près de 70% des exportations de biens et services et 14,3% du PIB. En termes de valeur ajoutée, le poids de l'industrie du nickel (activités extractives –mines- et métallurgie) est en revanche un peu plus limité. Il atteint en moyenne 7,9% du PIB durant la même période. Ce secteur occupe en moyenne 4,5% de l'emploi salarié. Son poids économique est plus important si l'on tient compte des effets induits sur d'autres secteurs d'activité, à travers les sous-traitants (BTP, maintenance, chaudronnerie, etc.).

Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

Parmi les pays exportateurs de matières premières, la Nouvelle-Calédonie apparaît moins dépendante du nickel que la plupart des pays producteurs de pétrole (cf. graphique). Elle **ne l'est même pas davantage que la Norvège, pays industrialisé. Les versements de l'Etat⁵ qui soutiennent l'activité en Nouvelle-Calédonie, et la hausse des cours du nickel, moins forte que celle du prix du pétrole, contribuent à ce résultat.**

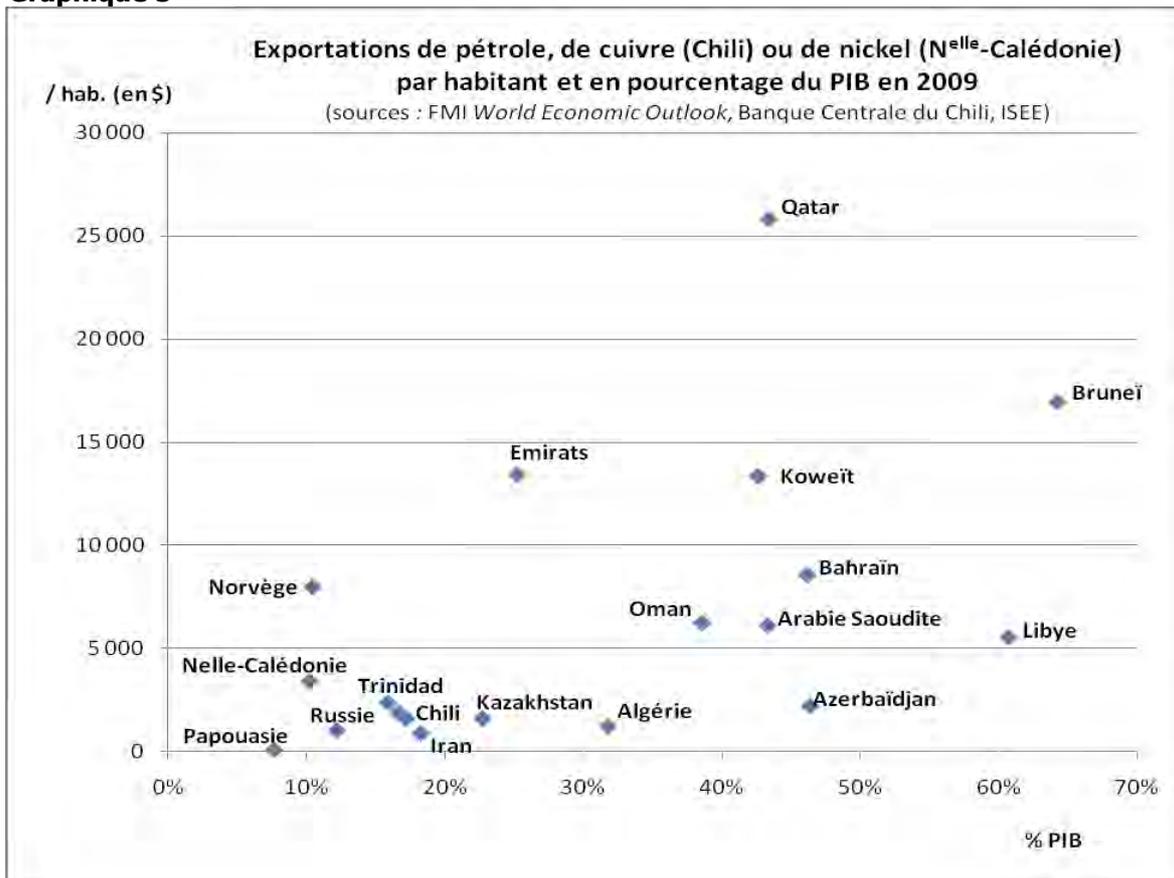
Rapportées **au nombre d'habitants, les exportations de nickel constituent une ressource pour la Nouvelle-Calédonie d'un niveau certes inférieur à celui des pays du Golfe et de la Norvège mais supérieur à celui de plusieurs pays, de la Russie au petit Etat insulaire de Trinidad-et-Tobago, lesquels ont mis en place des fonds souverains. Leurs exportations de pétrole par habitant sont toutefois un minorant des ressources provenant des matières premières également constituées de gaz. Aussi la comparaison est-elle plus appropriée avec le Chili dont le fonds souverain est alimenté par les revenus provenant de la seule extraction du cuivre. En outre, les cours du cuivre et du nickel ont enregistré des évolutions relativement proches et de moindre ampleur que les fluctuations du prix du pétrole (cf. graphique). Or, en 2009, les exportations de cuivre du Chili ne dépassent pas 1631 dollars américains par habitant quand les exportations de nickel de la Nouvelle-Calédonie représentent plus du double par habitant, atteignant 3425 dollars.**

Si l'économie néo-calédonienne semble moins dépendante du nickel que celle de bien des pays producteurs de matières premières, en revanche le niveau des exportations de nickel par habitant constitue une ressource d'un niveau plutôt élevé pour contribuer au financement du développement économique et social. Il devrait encore augmenter avec la mise en service des usines de Goro dans la province Sud et de Koniambo dans la province Nord, censées à terme produire chacune 60 000 tonnes de nickel, comme l'usine de la SLN à Doniambo. Mais l'hypothèse mesurée retenue dans l'étude est un doublement, non un triplement, de la production d'ici l'année 2015. Associée à un scénario macro-économique pour la Nouvelle-Calédonie et aux projections du FMI (cf. annexe 5 : « Hypothèses pour les projections à l'horizon 2015 »), elle permet de comparer le Territoire aux pays producteurs de pétrole en 2015. Les exportations de nickel représenteraient alors 26,9% du PIB au lieu de 10,2% en 2009. La dépendance de la Nouvelle-Calédonie à cette ressource naturelle serait alors bien plus forte que celle de la Norvège et légèrement moindre que celle des Emirats Arabes Unis à l'égard du pétrole. Avec un montant de 11072 dollars américains, les exportations de nickel par habitant représenteraient une ressource très importante, d'un niveau proche de Bahraïn (11759) et supérieur à celui de la Norvège⁶ (10415) et de l'Arabie Saoudite (9689).

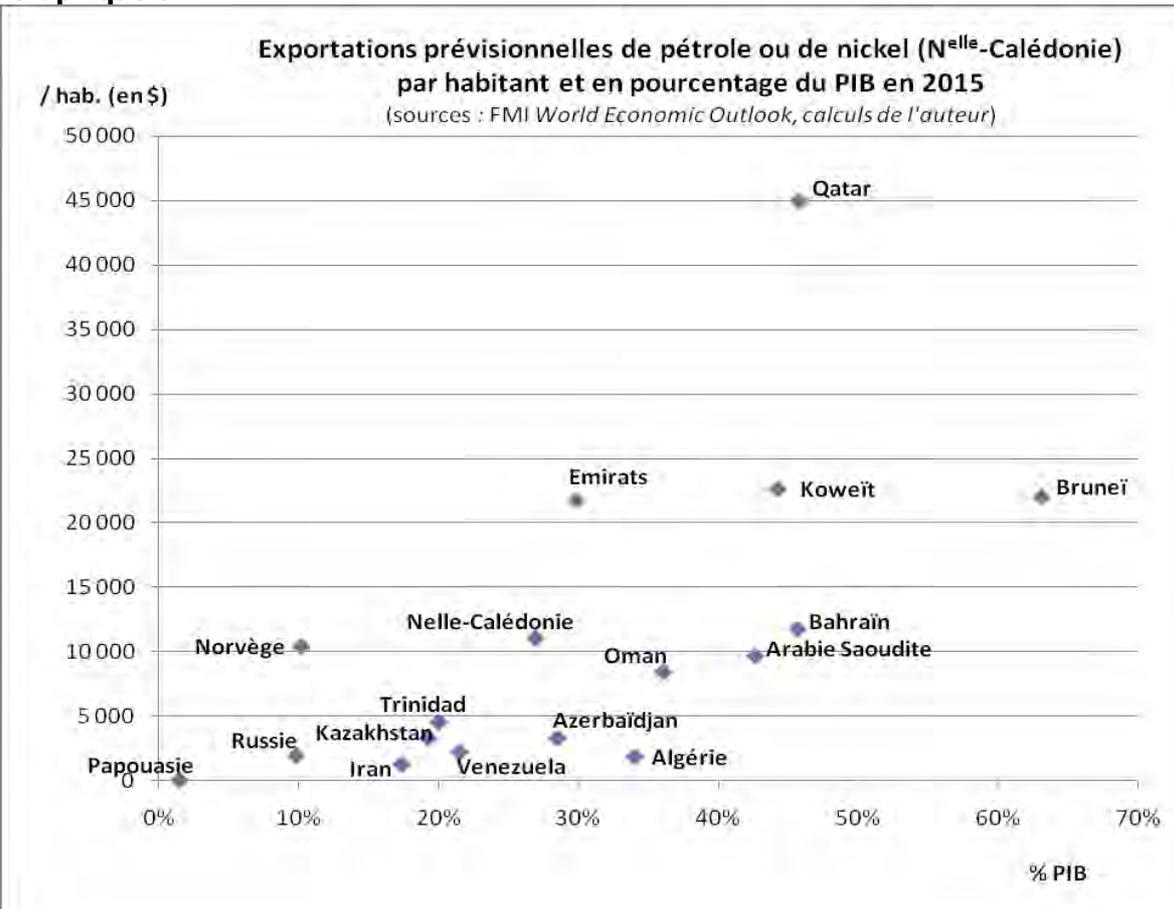
⁵ Les versements de l'Etat sont constitués de salaires dans les administrations, de retraites, de dépenses d'équipement et de transferts aux collectivités publiques. Bien qu'en nette diminution, ils représentaient encore 13% du PIB en 2009.

⁶ Rappelons que ce constat ne vaut que pour les exportations de pétrole. Celles de gaz ne sont pas prises en compte.

Graphique 5



Graphique 6



2. La maladie hollandaise en Nouvelle-Calédonie ?

L'afflux de revenus résultant des exportations de nickel, non « stérilisé » dans un fonds souverain, a-t-il conduit à la maladie hollandaise sur le Territoire ou est-il de nature à le faire à mesure qu'il augmentera dans les prochaines années ?

Sans attendre l'accroissement de la production de nickel et ses effets éventuels, le rapport « Nouvelle-Calédonie 2025 » rédigé par le Gouvernement du Territoire et le Haut-Commissariat répond par l'affirmative. D'après ce document, les symptômes en sont le niveau très élevé des prix qui a affaibli la compétitivité de l'économie néo-calédonienne. Pour comparer les niveaux de prix en l'absence d'indicateur statistique, le rapport mentionne l'indice Big Mac, jugé pertinent en raison de la standardisation du produit de la société MacDonald's et de ses multiples composants locaux (travail salarié, produits manufacturés et agricoles, immobilier commercial, énergie, etc.). Or cet indicateur positionne la Nouvelle-Calédonie au 2^{ème} ou 3^{ème} rang des pays les plus chers au monde.

Toutefois la Polynésie française qui n'a pas d'industrie du nickel mais qui partage avec la Nouvelle-Calédonie le fait d'avoir un marché insulaire étroit, très éloigné des grands réseaux commerciaux et de bénéficier d'importants versements de l'Etat, connaît elle aussi des niveaux de prix très élevés. Une étude CEROM y relevait en 2010 un écart de 26% avec la métropole, bien supérieur à celui observé dans les régions d'outre-mer où il est compris entre 6% à La Réunion et 13% en Guyane.

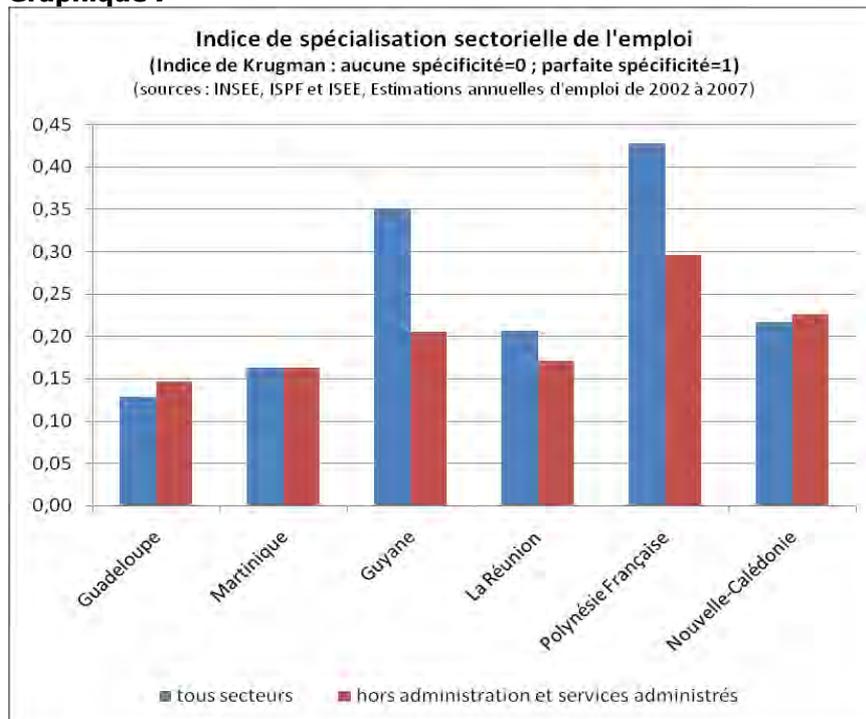
Par ailleurs, la très forte hausse des cours du nickel durant la seconde moitié des années 2000 n'a pas renchéri les prix en Nouvelle-Calédonie en comparaison des départements d'outre-mer et de la Polynésie. La croissance de l'indice des prix à la consommation fut sensiblement la même dans ces régions et territoires.

Tableau 1 - Hausse cumulée de l'indice des prix à la consommation de 1998 à 2009

en %	Ensemble	Hors tabac
Guadeloupe		18,0
Martinique		20,4
Guyane		19,0
La Réunion	22,1	19,9
Polynésie française	16,7	
Nouvelle-Calédonie	18,2	17,3

Du fait d'une moindre compétitivité et de salaires élevés dans le secteur abrité de la concurrence internationale, la maladie hollandaise peut aussi se traduire par un essor particulier des activités de biens et services non échangeables. Afin d'en juger en Nouvelle-Calédonie, sa répartition sectorielle de l'emploi en 14 branches d'activité est comparée à celle de la Polynésie française et des quatre régions ultramarines. Pour ce faire, on calcule l'indice de Krugman (cf. annexe 5) qui permet d'apprécier la spécificité des activités économiques d'une entité géographique. La Nouvelle-Calédonie ne se distingue pas des autres régions et territoires ultramarins par un indice particulièrement élevé qui attesterait d'une spécificité particulière. L'industrie du nickel n'induit pas de distorsion majeure dans la répartition sectorielle de l'emploi.

Graphique 7

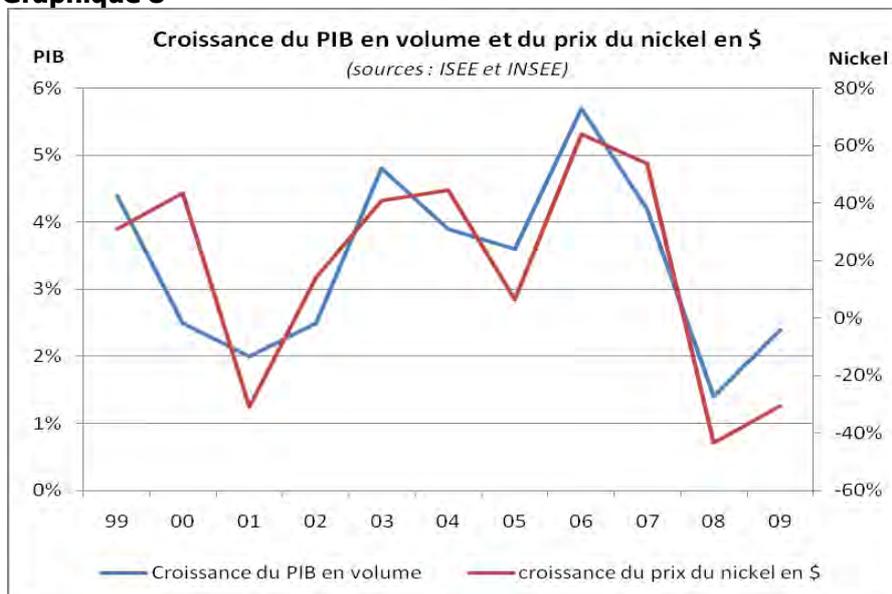


Toutefois, la mise en service des deux nouvelles usines augmentera la dépendance de l'économie néo-calédonienne à l'industrie du nickel. Les risques de la maladie hollandaise en seront accrus.

3. Une stabilisation souhaitable de l'économie

L'activité minière a un poids dans l'économie néo-calédonienne très fluctuant selon l'évolution des cours du nickel. La part de ce secteur dans la valeur ajoutée totale oscille entre 3,2% en 1998 et 18,6% en 2007 avant de redescendre à 5% en 2009. Mais l'influence de la conjoncture du nickel sur l'économie néo-calédonienne ne se limite pas à un effet prix et au secteur minier. Elle dynamise le volume d'activité d'autres secteurs, en premier lieu les sous-traitants (BTP, maintenance, chaudronnerie, etc.). Ainsi la croissance du PIB en volume se révèle étroitement liée aux fluctuations des cours du nickel durant la décennie 2000 (cf. graphique 8). Ce lien est moins fort avec les cours libellés en Francs Pacifique d'une part, avec les exportations de nickel en valeur d'autre part, qui mêlent les effets de volume, de prix et de change (cf. tableau des corrélations).

Graphique 8



Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

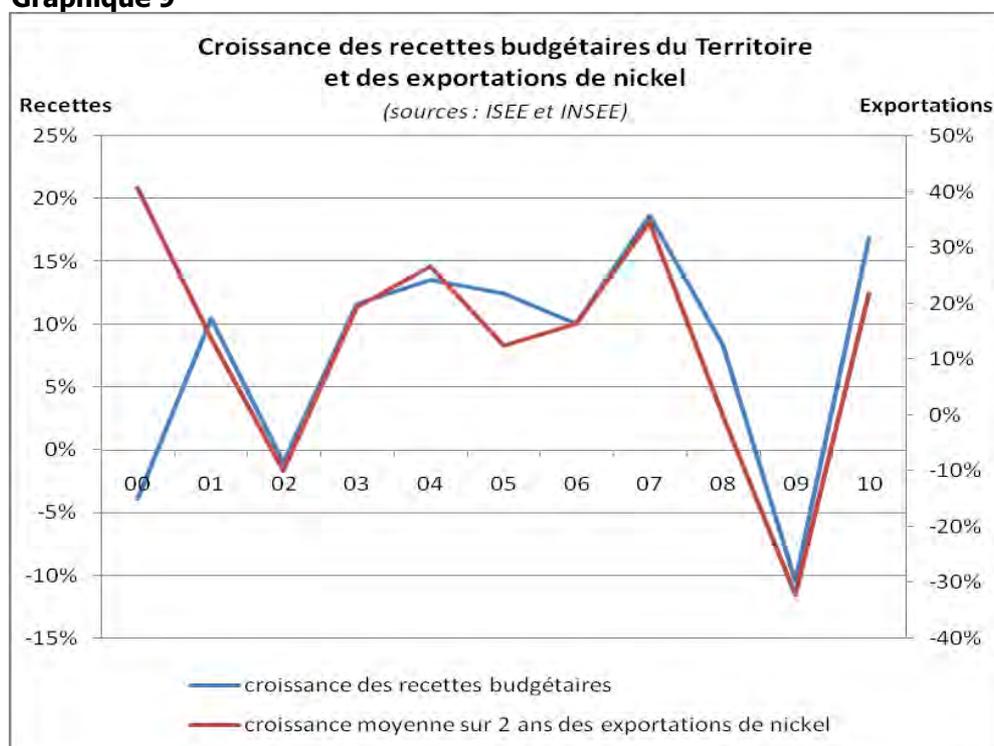
L'économie néo-calédonienne semble donc plus sensible au « signal » de la conjoncture internationale du nickel, que représente son cours en dollars, et notamment à son pouvoir d'entraînement en termes d'investissements, qu'aux revenus effectifs en francs Pacifique résultant de cette activité. L'activité économique de la Nouvelle-Calédonie apparaît donc très synchronisée avec la conjoncture du nickel.

Tableau 2 - Corrélations⁷ des taux de croissance du PIB en volume, du prix du nickel en dollars ou en francs Pacifique et des exportations de nickel en valeur durant la période 1999 - 2009

Prix du nickel en dollars	Prix du nickel en francs CFP	Exportations de nickel en valeur
0,82	0,71	0,68

Si l'on excepte l'année 2000 à partir de laquelle les dotations au Territoire ont diminué de 5,4 milliards de francs CFP, la croissance des recettes budgétaires de la Nouvelle-Calédonie apparaît très liée à celle des exportations de nickel durant toute la décennie (cf. graphique 9). Le Territoire est sur ce point comparable aux pays exportateurs de pétrole ou de cuivre.

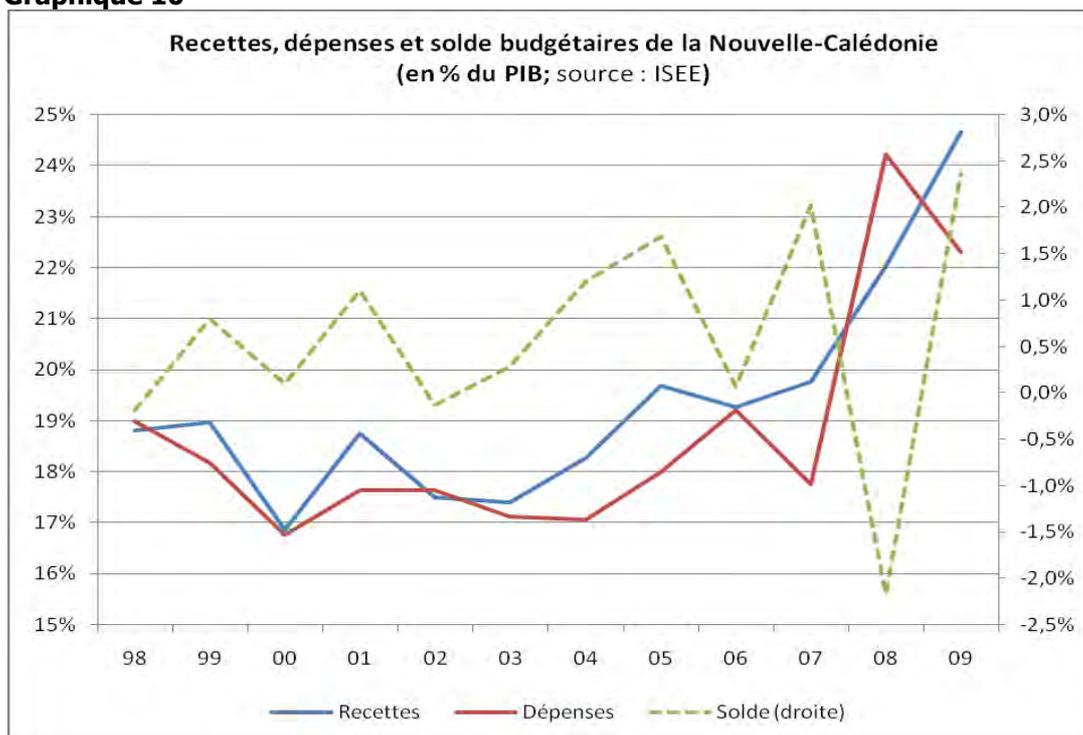
Graphique 9



Pour autant, le solde budgétaire du Territoire n'a pas enregistré d'excédents ou de déficits records. Ceux-ci n'ont guère dépassé 2% du PIB car les dépenses ont peu ou prou, parfois avec un décalage d'un an, épousé l'évolution des recettes, donc la conjoncture du nickel.

⁷ Les variables sont d'autant plus corrélées que le coefficient est proche de 1 ; elles le sont d'autant moins qu'il est voisin de 0. Comme certains impôts sont collectés avec retard, la croissance du prix du nickel est la moyenne des progressions observées durant les années n et $n-1$. Compte tenu du faible nombre d'années, ces résultats sont fragiles.

Graphique 10



En résumé, l'économie et les finances publiques de la Nouvelle-Calédonie sont soumises à la conjoncture du nickel. La mise en place d'un fonds souverain de stabilisation permettrait de contrecarrer ces fluctuations.

On ne développe pas ici les raisons de créer un fonds d'épargne destiné aux générations futures pour des objectifs de développement économique ou social. Elles valent pour la Nouvelle-Calédonie comme pour tous les pays mono-exportateurs qui, à l'instar des pays du Golfe, tentent de diversifier leur économie.

4. De faibles ressources pour un fonds souverain

Conformément aux accords de Matignon, les recettes fiscales en Nouvelle-Calédonie sont pour **l'essentiel perçues par le Territoire avant d'être en partie redistribuées aux provinces selon des clés de répartition**. Comparées à celles des Etats dans les pays producteurs de pétrole ou de cuivre, dont les statistiques budgétaires figurent sur le site internet du FMI, ces recettes sont plutôt faibles en proportion du PIB, malgré les transferts de l'Etat. Toutefois, comme les dépenses régaliennes (armée, justice, représentation internationale, etc.) en Nouvelle-Calédonie relèvent du budget national, il est **plus juste d'effectuer la comparaison à l'échelle de l'ensemble des administrations publiques**. Les recettes rapportées au PIB sont alors d'un niveau assez élevé en Nouvelle-Calédonie.

Tableau 3

Recettes en 2007 (en % du PIB)	Administrations publiques	Etat
Algérie	39,6	39,9
Azerbaïdjan	28,2	
Bahrain	29,3	29,3
Chili	28,8	26,6
Iran	28,9	27,4
Kazakhstan	29,3	17,5
Koweït	69,2	47,0
Norvège	58,7	45,6
Qatar	40,7	40,6
Russie	39,9	25,9
Trinidad et Tobago	32,0	30,4
Nouvelle-Calédonie	49,8	19,8

(sources : ISEE, FMI *World Economic Outlook* pour les administrations publiques et FMI *Government Finance Statistics*⁸ pour l'Etat)

En Norvège et au Chili ainsi que dans le petit Etat insulaire de Trinidad-et-Tobago, où des statistiques détaillées sur les fonds souverains⁹ sont disponibles, l'effort d'épargne¹⁰ s'est révélé plus ou moins conséquent selon les années, la nature des ressources exportées et le niveau de développement économique du pays. Les montants affectés aux fonds proviennent des excédents budgétaires au Chili¹¹ et des activités pétrolières et gazières en Norvège¹² et à Trinidad-et-Tobago.

Supposons dans un premier temps que la Nouvelle-Calédonie ait versé les recettes du nickel dans un fonds souverain qu'elle aurait créé. En général, seuls les revenus pétroliers ou miniers supérieurs à un certain seuil fixé préalablement sont déposés sur un fonds souverain. Mais, dans l'hypothèse la plus favorable que la Nouvelle-Calédonie ait versé l'intégralité de l'impôt sur les sociétés minières au taux de 35%, l'effort consenti aurait été de très loin inférieur à celui de la Norvège. Il aurait été également en deçà de celui du Chili malgré une plus faible progression des cours du cuivre que des prix du nickel. Enfin, il aurait été aussi légèrement plus réduit que celui de Trinidad-et-Tobago.

Rapportés aux exportations de matières premières (la comparaison est cette fois limitée au Chili car la Norvège et Trinidad-et-Tobago exportent non seulement du pétrole mais aussi du gaz pour lequel les statistiques sont indisponibles), ces versements bruts auraient été nettement supérieurs au Chili durant la période 2006-2010. Cumulés, ils ont représenté 63,7% du PIB chilien, en dépit de l'année de lancement du fonds en 2006, contre 37,8% du PIB néo-calédonien.

⁸ Pour certains pays, ce ne sont pas les recettes budgétaires ("revenue" en anglais) mais les recettes "cash" de l'Etat ("cash receipts from operating activities"). Dans quelques cas, les deux statistiques sont fournies et l'écart est alors faible, sauf pour la Russie. On a privilégié la variable "revenue" quand elle est disponible.

⁹ Le fonds souverain norvégien fut constitué en 1996, le fonds chilien en 2006 et l'actuel fonds de Trinidad-et-Tobago a pris la suite en 2007 d'un fonds antérieur.

¹⁰ Il s'agit des versements bruts de l'Etat qui, au Chili et à Trinidad-et-Tobago, a aussi opéré des retraits à des fins de stabilisation en raison de la crise économique.

¹¹ **Le fonds de stabilisation chilien reçoit l'excédent budgétaire primaire (hors charge de la dette), après déduction de la contribution au fonds d'épargne. Celui-ci est donc prioritaire mais les versements y sont bien moindres.**

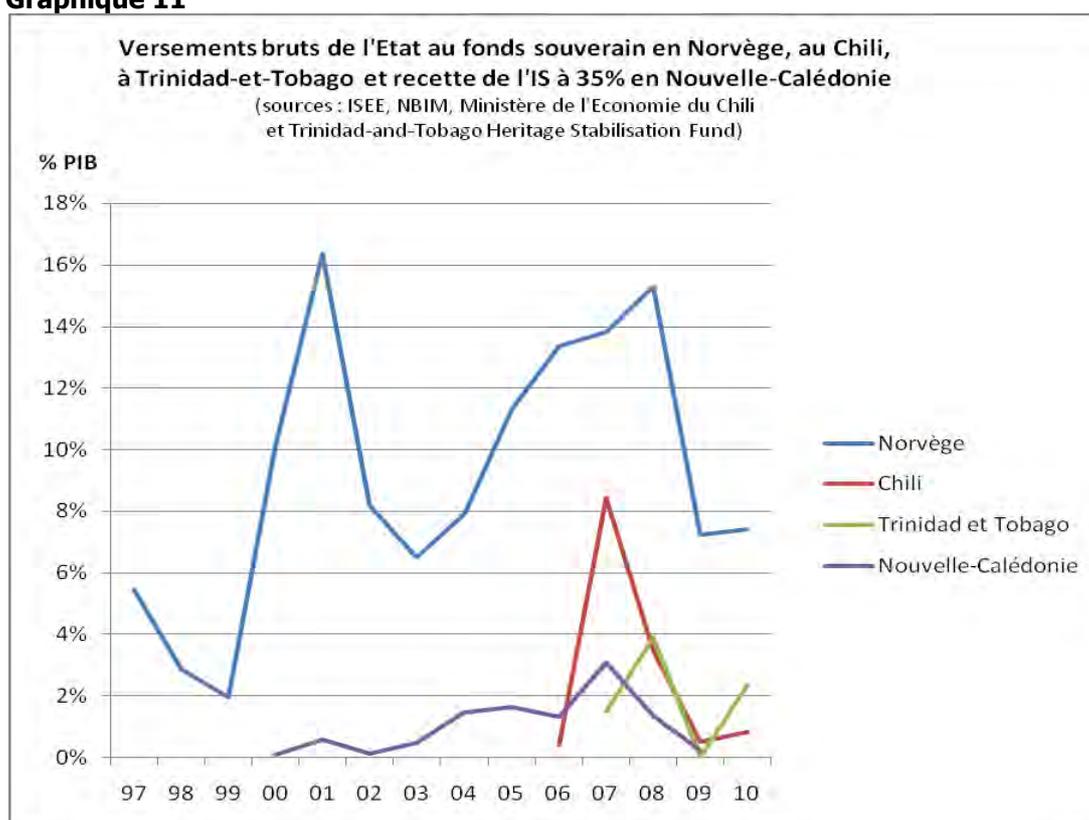
¹² Mais, en Norvège, la condition pour le versement de revenus pétroliers ou gaziers est l'existence d'un excédent budgétaire hors pétrole et gaz.

Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

Durant les années 2000, l'impôt sur les bénéfices des sociétés minières au taux de 35% a représenté 27,4% de l'impôt sur les bénéfices de l'ensemble des sociétés quand le poids du secteur minier dans la valeur ajoutée hors administrations publiques était de 12%. Il n'a constitué cependant que 5,2% des recettes budgétaires du Territoire.

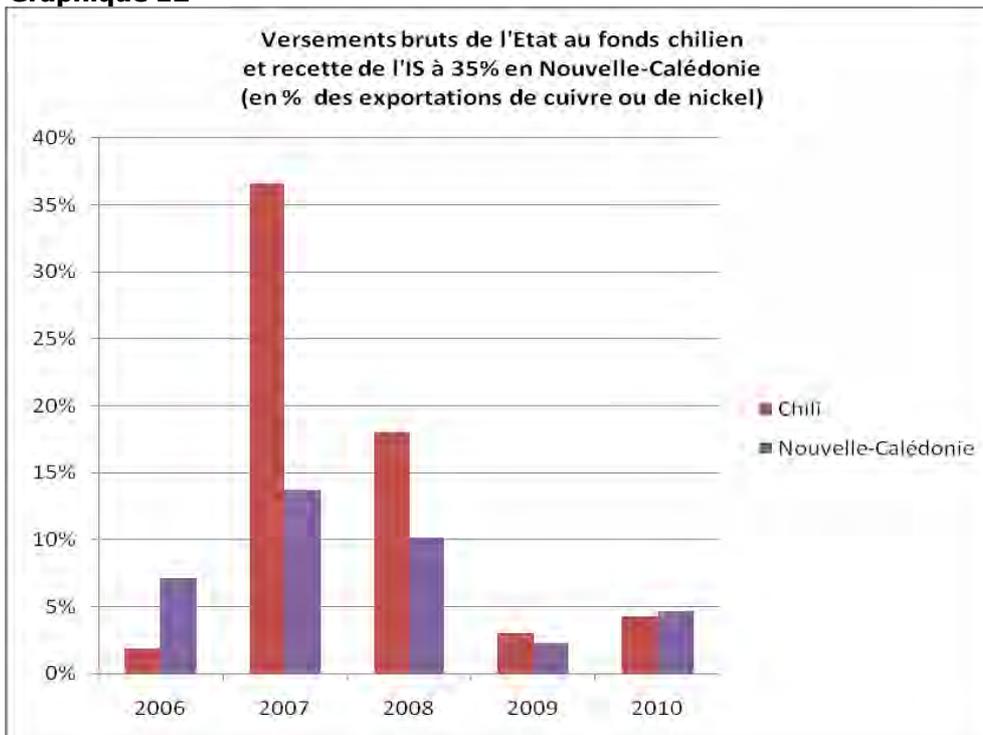
Par conséquent, l'impôt sur les bénéfices des sociétés minières ne permettrait guère à lui seul d'assurer un effort d'épargne suffisant pour abonder un fonds souverain. Or il constitue la principale ressource fiscale provenant de l'activité minière. Durant les années 2003-2007 de forte croissance des cours du nickel, cet impôt a représenté en moyenne 87% de l'ensemble des impôts et taxes acquittés par la SLN, principale entreprise du secteur¹³. Son poids a décliné en 2008, devenant légèrement inférieur à 50%, avant de remonter à 69% en 2009 et 73% en 2010. Des marges de manœuvre fiscale subsistent au niveau des autres impôts et taxes à la production si l'on en juge par le niveau élevé du taux de marge de la SLN.

Graphique 11



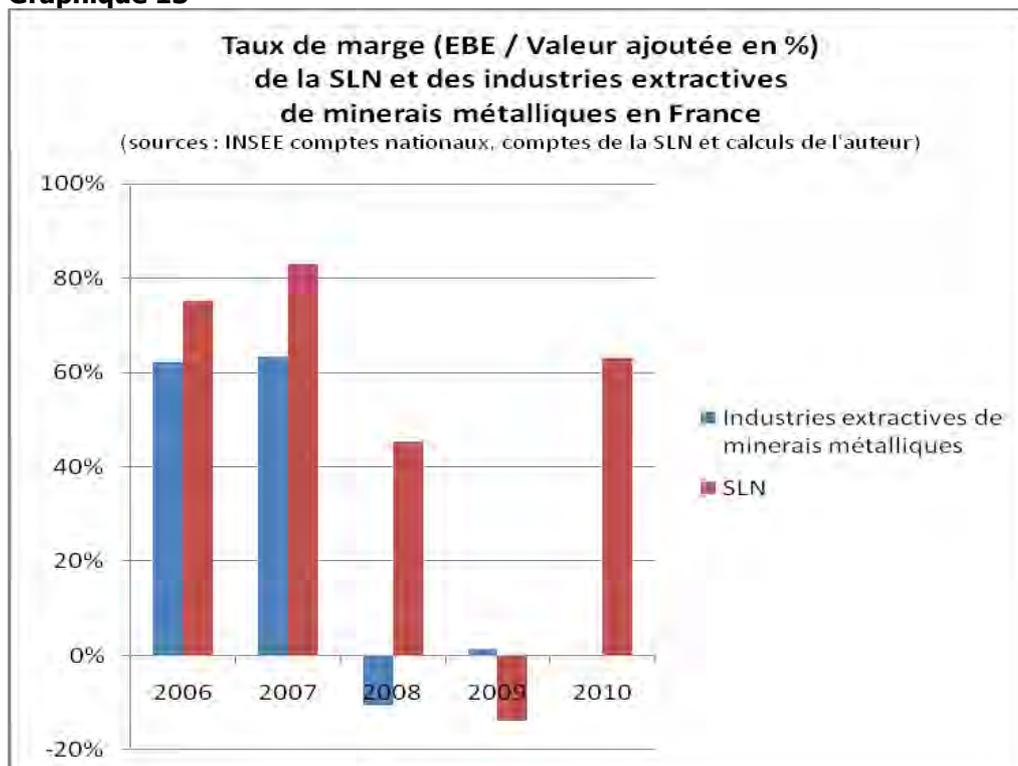
¹³ Sur l'ensemble des années 2000, le chiffre d'affaires net de la SLN a représenté en moyenne 87% des exportations de nickel.
20/38

Graphique 12



Calculé selon les définitions de la comptabilité nationale à partir des comptes de l'entreprise, le taux de marge de la SLN apparaît en effet supérieur à celui des industries extractives de minerais métalliques en France de 2006 à 2008, période de boom des cours des matières premières. Il chute en 2009 en raison de la baisse des cours du nickel amorcée en 2008, avant de recouvrer un niveau dépassant 60% en 2010¹⁴.

Graphique 13



¹⁴ Les comptes nationaux concernant les industries extractives de minerais métalliques ne sont pas encore disponibles pour l'année 2010.

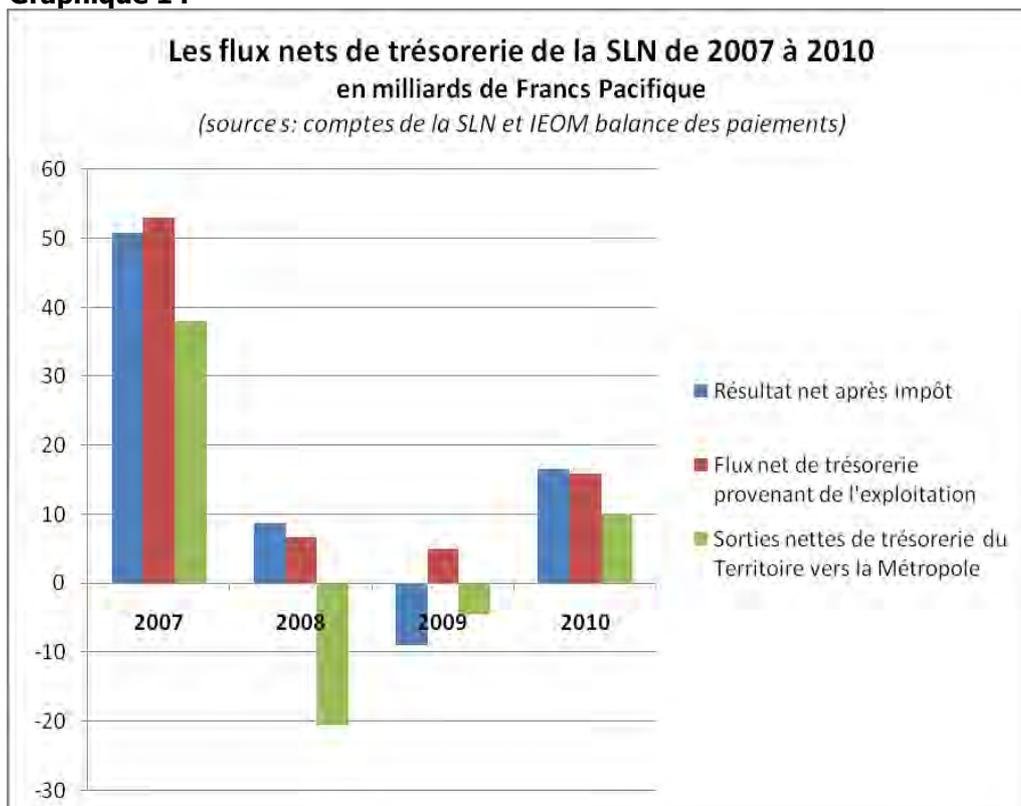
Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

L'augmentation de la production et des exportations de nickel, consécutive à l'exploitation des deux nouvelles usines, ne va pas procurer de recettes nouvelles. Un rapport de la Chambre territoriale des Comptes de Nouvelle-Calédonie rappelle que « les sociétés minières en cours d'implantation en Nouvelle-Calédonie (Goro Nickel en province sud et Koniambo en province nord) ont toutes deux obtenu du gouvernement un régime d'exonération des impôts, droits et taxes tout particulièrement favorable. Pendant la phase de construction, dont la durée n'a pas été encadrée, ces sociétés sont exonérées, outre de toutes les taxes douanières (TGI, TBI, DD...), de l'impôt sur les sociétés, de la patente, de la contribution foncière, de la TSS, des divers droits d'enregistrement, de la taxe hypothécaire et de l'IRVM. Puis, pendant la phase d'exploitation de l'usine, ces sociétés sont affranchies des mêmes impôts (sauf IRVM) pour une période de quinze ans, suivie d'une demi-taxation sur les cinq années suivantes. En outre, elles bénéficient d'une clause "de stabilité fiscale de longue durée" leur garantissant "la stabilité de l'assiette et du taux des impôts, droits et taxes en vigueur au moment de l'agrément et la non-application de tous nouveaux impôts, droits et taxes futurs" »¹⁵.

Les revenus fiscaux ou financiers constituent pourtant les seules ressources dont puisse disposer la Nouvelle-Calédonie pour abonder un fonds souverain. Elle ne peut compter sur l'accumulation de réserves de change¹⁶ comme certains pays asiatiques exportateurs de marchandises, en l'absence du contrôle des changes pratiqué par la Chine ou du capitalisme d'Etat de Singapour contrôlant étroitement les entreprises.

Les flux nets de trésorerie de la SLN, qui proviennent de l'exploitation et sont pour l'essentiel en euros, quittent pour une très large part le Territoire vers la métropole en 2007 et 2010, années de résultats satisfaisants. Les entrées nettes de trésorerie n'interviennent qu'en 2008 et 2009 pour soutenir la SLN qui connaît alors des résultats médiocres ou négatifs en raison de la dégradation de la conjoncture.

Graphique 14



¹⁵ Rapport d'observations définitives établi à la suite de l'examen de la gestion des recettes fiscales et douanières de la Nouvelle-Calédonie, Chambre territoriale des Comptes de Nouvelle-Calédonie, 13 novembre 2008, p. 37.

¹⁶ Les réserves de change ne sont pas gérées par l'IEOM mais par la Banque de France.

Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

Restent les dividendes résultant des participations des provinces dans le capital des trois usines.

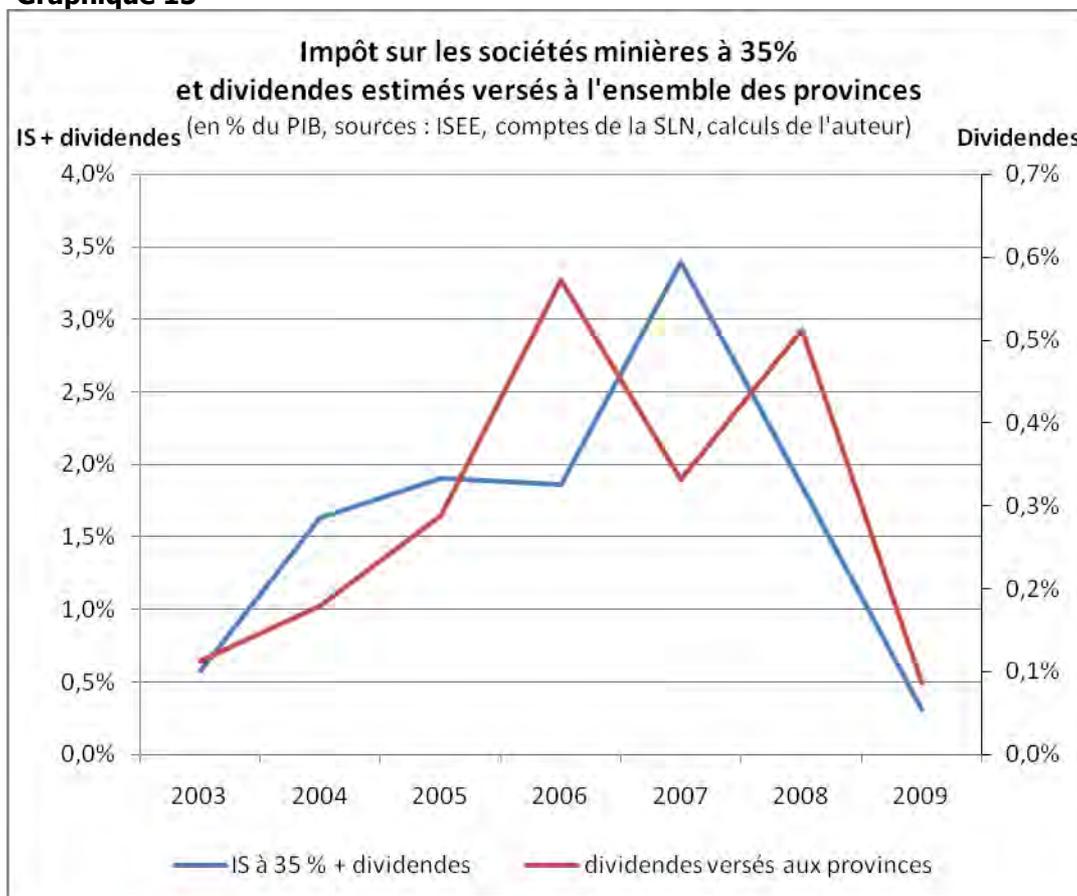
La STCPI (Société territoriale calédonienne de participation industrielle) qui représente les intérêts des trois provinces, a acquis 34% du capital de la SLN et 4% de celui d'Eramet, son principal actionnaire.

La province nord, à travers plusieurs intermédiaires dont la SMSP (Société Minière du Sud-Pacifique), est l'actionnaire majoritaire de l'usine de Koniambo, grâce à l'apport en nature du gisement. Enfin, l'ensemble des trois provinces a des participations à hauteur de 5% dans le groupe brésilien Vale qui exploite l'usine de Goro.

Si les trois provinces bénéficient bien de dividendes à travers leur participation à la SLN, la question de savoir à quel horizon elles en percevront est en revanche débattue. Selon le rapport d'information établi par le sénateur Doligé en mars 2011¹⁷ elles ne devraient en percevoir que dans un second temps, **mais cette analyse n'est pas partagée par toutes les parties prenantes.**

Estimés sur la base d'une participation de 34% au capital de la SLN, les dividendes perçus par l'ensemble des trois provinces auraient constitué une ressource supplémentaire à l'impôt sur les sociétés minières, qui n'auraient pas comblé cependant l'écart avec l'exemple chilien.

Graphique 15



¹⁷ *Nickel en Nouvelle-Calédonie : tirer les leçons d'une défiscalisation réussie*, Rapport d'information de M. Eric Doligé, fait au nom de la Commission des Finances, Sénat, 23 mars 2011, n°368, p. 40.

Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

Toutefois, comme on l'a déjà souligné, les revenus versés à un fonds souverain peuvent ne pas résulter des seules activités minières mais de l'ensemble des recettes fiscales. Ainsi les excédents budgétaires du Territoire pourraient alimenter le fonds qui serait créé. Encore faut-il que l'édition de la règle de versement des excédents sur le fonds n'entraîne pas de changement de comportement en matière de dépenses et de recettes publiques.

En cas de discipline budgétaire stricte qui n'autorise pas de retrait s'il y a un déficit, les versements cumulés de 2006 à 2009 sur un fonds néo-calédonien ainsi abondé auraient atteint 4,5% du PIB contre 12,8% au Chili et 49,7% en Norvège. Avec une règle plus souple permettant un retrait en 2009 en raison du déficit budgétaire du Territoire, comme l'a fait le Chili à des fins de stabilisation de son économie, les versements cumulés ne représenteraient plus que 2,3% du PIB contre 7,1% au Chili.

A l'aune de cette comparaison avec un pays exportateur d'un minerai métallique, dont le fonds souverain est cité en exemple pour son bon fonctionnement, et compte tenu de l'absence de revenus supplémentaires liés aux deux nouvelles usines, les ressources de la Nouvelle-Calédonie semblent actuellement faibles pour alimenter un fonds conséquent. Elles devraient le demeurer, sauf à modifier la fiscalité ou à engager durablement un effort budgétaire.

Tableau 4 - Versements cumulés sur un fonds souverain (en % du PIB)

Période	Règle budgétaire	Norvège	Chili	N ^{elle} -Calédonie
2006-2009	Sans retrait	42,7	12,8	4,5
	Avec retrait	42,7	7,1	2,3
1998-2009	Sans retrait	122,4		9,6
	Avec retrait	122,4		7,2

Dans ces conditions, vaut-il mieux privilégier un fonds de stabilisation ou un fonds d'épargne ?

La dépendance actuelle de l'économie néo-calédonienne aux cours du nickel, qui devrait encore s'intensifier, justifierait la mise en place d'un fonds de stabilisation. Au prix d'un effort budgétaire, les ressources accumulées durant quelques années pourraient atténuer ou endiguer un affaiblissement de la croissance en cas de retournement de la conjoncture. Cette fonction contra-cyclique du fonds ne serait guère relayée cependant par les effets multiplicateurs keynésiens. Une injection de recettes dans l'économie profiterait tout autant aux importations qu'à la production locale en raison d'une forte dépendance de l'économie néo-calédonienne aux approvisionnements extérieurs. Quant aux effets de moyen terme sur la croissance, ils ne seraient significatifs que si les recettes du fonds étaient affectées, non à des dépenses courantes, mais à des investissements publics susceptibles de dynamiser l'offre productive locale.

Un fonds d'épargne lui aussi pourrait, à plus long terme mais plus massivement, financer un renforcement de l'offre productive du Territoire. De même pourrait-il remplir des objectifs sociaux tels que la pérennisation du niveau des retraites pour anticiper les évolutions démographiques. Toutefois, la faiblesse des ressources pour l'abonder nécessiterait un effort d'épargne sur une très longue période. **L'alimentation d'un tel fonds d'épargne, même faible ou erratique en fonction de la conjoncture, serait intéressante pour le territoire, qui dispose déjà d'un substrat industriel fort qui ne demande qu'à se développer sans avoir besoin d'injection massive de fonds et, par ailleurs, pour des actions de nature sociale, voire sociétale, qui ne demandent pas de montants considérables.**

Conclusion

L'économie néo-calédonienne apparaît très dépendante de la conjoncture du nickel. La mise en service des deux nouvelles usines ne peut qu'accentuer cette dépendance et par conséquent renforcer le besoin de stabilisation de cette économie, auquel un fonds souverain pourrait pourvoir. En cas de

Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

boom des cours du nickel, il stériliserait une partie de ces revenus en net accroissement, **qui, s'ils étaient injectés massivement dans l'économie, seraient susceptibles d'entraîner une forte hausse des salaires et des prix**, une perte de compétitivité et le rétrécissement des secteurs d'exportation autres que l'industrie minière. Le risque de tels effets économiques, connus sous le nom de maladie hollandaise, ne peut que croître avec le triplement à terme de la production de nickel. A l'inverse, en cas de chute des cours, des retraits du fonds permettraient d'amortir les chocs sur l'économie.

Les exemples norvégien et chilien attestent de la réussite de fonds de stabilisation, même si bien des expériences dans d'autres pays sont critiquées pour leur inefficacité. Plus que l'instauration de règles budgétaires strictes, la réussite d'un fonds suppose surtout un large accord des acteurs socio-économiques et politiques afin que soit acceptée une certaine discipline dans la gestion des finances publiques de manière à constituer une réserve seulement utilisable en période de net ralentissement de l'activité ou de récession. L'outil budgétaire qu'est le fonds souverain ne saurait se substituer à la volonté politique.

En l'état actuel de la législation fiscale en Nouvelle-Calédonie, les ressources dont dispose le Territoire sont limitées, qu'il s'agisse des excédents budgétaires ou des recettes fiscales acquittées par l'industrie du nickel. Elles sont bien en deçà de celles observées en proportion du PIB dans des pays miniers ou pétroliers. Pour constituer un fonds d'épargne qui puisse à terme représenter une richesse conséquente pour les générations futures, un effort budgétaire important devrait être réalisé sur une très longue période. A défaut d'un tel engagement nécessairement contraignant, les ressources devraient permettre d'abonder un fonds de stabilisation, les versements et gains financiers devant au minimum couvrir les retraits au long d'un cycle économique.

ANNEXE 1

**UN ECHANTILLON DE FONDS SOUVERAINS DANS LE MONDE EN 2011
SELON LA TYPOLOGIE DU FMI**

Source	Année	Objectif			
		Stabilisation	Epargne	Retraites	Placement
Pétrole et gaz	1953	Koweït 1 Koweït 2	Koweït 1 Koweït 3		
	1976		Canada		
	1976		(Alberta)		
	1976		Emirats Arabes Unis		
	1980		Etats-Unis (Alaska)		
	1983		Oman		
	1996	Norvège	Brunei	Norvège	
	1999	Azerbaïdjan	Norvège		
	2000	Iran	Azerbaïdjan		
	2000	Mexique			
	2000	Trinidad	Qatar		
	2001	Tobago	Trinidad		
	2002	Kazakhstan	Tobago		
	2004		Guinée équatoriale		
	2005		Sao Tomé et Príncipe		
	2006	Timor-Leste	et Príncipe		
2006	Bahreïn	Timor-Leste			
2008		Bahreïn		Russie 2	
		Russie 1	Libye		
Autres matières premières	1956		Kiribati		
	1996		Botswana		
	2006			Chili 1	
	2007	Chili 2			
Excédents et dotations budgétaires	1974		Singapour 1		
	1981				Singapour 2
	1993		Malaisie		
	2000			Irlande	
	2001			N ^{elle} -Zélande	
	2004			Australie	
2005					Corée du Sud
Excédents commerciaux	1981				Singapour 2
	2005				Corée du Sud
	2007				Chine

Source : Kunzel & alii (2011)

ANNEXE 2

FICHES SUR QUELQUES FONDS SOUVERAINS

Les fonds souverains au Moyen Orient.

Parmi les sept fonds qui totalisent un actif d'environ 1000 milliards de dollars, deux sont situés au Moyen-Orient : ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) et KIA (Kuwait Investment Authority)

Abu Dhabi

ADIA est le fonds souverain le plus riche du monde. Créé en 1976, il a succédé au Financial Investments Board fondé en 1967. En 2008, son actif était supérieur à 600 milliards de dollars, soit près de cinq fois le PIB de l'Emirat d'Abu Dhabi (Mourlevat, 2009). Il s'agit toutefois d'une estimation de Standard & Poor's car il ne publie aucune information financière. Il perçoit l'ensemble des revenus d'exportation du pétrole découlant d'un prix du baril supérieur à une référence utilisée dans la préparation du budget.

ADIA est un fonds d'épargne. Afin d'optimiser sa rentabilité financière à long terme, il gère un portefeuille diversifié en termes de zones géographiques, de secteurs d'activités et de classes d'actifs. Il investit notamment en actions cotées, en titres à revenu fixe, en capital-investissement sous forme de participations dans des sociétés nord-américaines et dans l'immobilier.

ADIA est doté de la personnalité juridique. Le conseil d'administration, composé uniquement de membres du gouvernement, élabore la stratégie et la politique d'investissement sur la base des objectifs définis par la loi et il contrôle la gestion du fonds. Il bénéficie d'une indépendance opérationnelle et financière par rapport au gouvernement.

Koweït

Créé en 1960, KIA gère un actif estimé à environ 210 milliards de dollars en 2008. Il pourrait être bien plus important encore s'il n'avait pas financé la reconstruction du pays pour environ 100 milliards de dollars (Mourlevat, 2009). En fait, depuis 1976, KIA recouvre deux instruments financiers. L'un est un fonds d'épargne pour les générations futures, qui reçoit 10% des recettes budgétaires (pétrolières ou non) auxquelles s'ajoutent les revenus d'investissements financiers. Ces transferts semblent suffire à stabiliser la richesse pétrolière par tête. L'autre, la Réserve générale, est un fonds de stabilisation dont les ressources proviennent de la vente d'actifs, du transfert des profits et revenus des entités publiques, une fois déduits les 10% des recettes budgétaires affectés à l'autre fonds. La structure de ces ressources ne garantit pas clairement une accumulation de recettes en période de cours pétroliers très élevés. Le fonds de stabilisation semble néanmoins satisfaire les besoins de financement à court terme.

Le fonds d'épargne investit quasi exclusivement en actifs étrangers, pour l'essentiel sur les principaux marchés financiers. Un prélèvement par l'Etat sur ce fonds nécessite l'accord de l'assemblée nationale. Des règles d'accumulation et de prélèvement plus strictes que pour le fonds de stabilisation ont pour but de protéger l'épargne publique de long terme.

La crise financière a conduit KIA en 2009 à soutenir les sociétés d'investissement en difficulté, la Bourse et à recapitaliser une banque locale.

Les fonds souverains en Europe

Norvège

Le *Government Pension Fund – Global* est à la fois un fonds de stabilisation et d'épargne, d'un actif d'environ 350 milliards de dollars en 2008. Créé en 1990, il a pour finalité d'offrir un financement complémentaire aux cotisations retraites par répartition afin de pallier leur insuffisance au regard des évolutions démographiques.

Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

Le ministère des Finances est le propriétaire du fonds, qui n'a pas de propriété juridique propre et qui est intégré au budget de l'Etat. Le ministère définit la stratégie d'investissement du fonds et contrôle ses résultats financiers. La gestion est assurée par la banque centrale de Norvège.

Le fonds n'est abondé que si le budget de l'Etat hors recettes pétrolières est excédentaire. Le montant de l'abondement prélevé sur les recettes pétrolières (impôts et taxes, redevances des licences d'exploitation et dividendes de l'Etat actionnaire dans la société norvégienne StatoilHydro) est déterminé chaque année. Il ne l'est pas selon une règle préétablie mais il est débattu lors de la préparation et du vote de la loi de finances. Les retraits sur le fonds sont des transferts au budget destinés à financer le déficit hors pétrole. Le fonds reverse chaque année au budget une quote-part de ses ressources, correspondant à ses bénéfices prévisionnels, aux alentours de 4% par an. Seuls ces bénéfices sont dépensés, de telle sorte que la valeur du capital soit préservée au profit des générations futures.

Le Ministère des Finances a édicté des règles pour la stratégie d'investissements financiers du fonds. Les investissements sont effectués à l'étranger et dans des secteurs autres que l'industrie pétrolière pour préserver la rentabilité du fonds des fluctuations des cours du baril. Sa gestion opérationnelle est confiée à la banque centrale.

Le fonds est considéré comme un succès tant pour l'épargne que la stabilisation. Durant les années 90, la corrélation des dépenses et des recettes budgétaires est devenue négative.

Russie

La Russie a mis en place un fonds de stabilisation en 2004. Au début de l'année 2008, il avait déjà un actif de 157 milliards de dollars. Son objectif est de stériliser les entrées de pétrodollars dans l'économie et d'accumuler des réserves pour faire face aux difficultés budgétaires en cas de baisse des cours pétroliers (Chevrier, 2009). Contrairement à la Norvège, le fonds n'est pas destiné à transférer de la richesse non renouvelable pour les générations futures.

Les retraits sur ce fonds au profit du budget fédéral sont autorisés si le prix de vente du pétrole est en deçà d'un certain seuil. Ils peuvent aussi intervenir à d'autres fins non spécifiées si l'actif excède un certain montant, fixé à environ 18 milliards de dollars en 2008 et largement dépassé, alors même que le fonds a permis de rembourser par anticipation la dette publique extérieure et de capitaliser des institutions de crédit en appui au développement économique.

En 2008, le fonds est scindé en deux. Le Fonds de réserve, le plus important en volume, demeure un fonds de stabilisation dont l'actif doit être maintenu à 10% du PIB russe. Le Fonds du bien-être national est un fonds d'épargne destiné à contribuer au financement des retraites. Pour maintenir les bénéfices à long terme de la rente, il investit dans les actions d'entreprises.

Les ressources proviennent des revenus d'exportation et des taxes à l'extraction du pétrole, comme auparavant, mais aussi du gaz. Ces revenus sont affectés en premier lieu au budget fédéral selon un pourcentage du PIB fixé dans une règle du code budgétaire, compris entre 6,1% en 2008 et 3,7% en 2011. Les revenus restants sont déposés sur le Fonds de réserve à hauteur de 10% du PIB annuel. Enfin le surplus est versé sur le Fonds du bien-être national qui dispose aussi des revenus des investissements de portefeuille. Il peut les investir en actions, contrairement au fonds de réserve, y compris en actions russes mais dans une certaine limite pour ne pas contrecarrer l'objectif de stérilisation des revenus de matières premières. A la fin de l'année 2008, les deux fonds avaient un actif total de 209 milliards de dollars, soit 45,9% des réserves de devises de la Russie. Cet actif est en dépôt à la banque centrale mais il est géré par le ministère des Finances.

La crise financière et la baisse du prix du pétrole ont induit des changements dans l'utilisation de ces fonds. Des amendements législatifs permettent de puiser plus facilement dans le Fonds de réserve pour soutenir le budget et dans le Fonds du bien-être national pour améliorer le fonctionnement du système bancaire et des marchés financiers.

Les fonds souverains de l'Asie

Singapour

Temasek est une holding créée en 1974. Instrument du capitalisme d'Etat de Singapour, ce fonds d'épargne particulier est en effet constitué de participations dans des sociétés singapouriennes publiques ou mixtes et dans des sociétés étrangères dont l'Etat singapourien est actionnaire. Ces participations couvrent les secteurs de la finance (40%), des télécommunications et des médias (24%) ainsi que des transports et de la logistique (10%). Son actif était de 100 milliards de dollars au début de l'année 2008 (Demange, 2009).

GIC (Government of Singapore Investment Corporation) est un fonds d'épargne créé en 1981. Même s'il est distinct du ministère des Finances, le fonds est étroitement contrôlé par l'Etat. Son conseil d'administration est composé de ministres et de représentants des milieux d'affaires. Il n'a publié un premier rapport annuel aux informations très générales qu'en 2008 sans communiquer le montant de son actif, tant pour des raisons géopolitiques et commerciales que pour éviter des demandes de baisses d'impôts ou d'augmentation des dépenses publiques. Son actif pourrait dépasser 200 milliards de dollars. Ses ressources sont constituées de réserves de change, d'excédents budgétaires qui incluent les dividendes substantiels versés par Temasek, et de cotisations sociales obligatoires placées dans des obligations d'Etat de Singapour et confiées à GIC.

La stratégie d'investissement privilégie le risque pour obtenir des rendements élevés. Le portefeuille ne se limite plus aux obligations d'Etat et aux bons du Trésor mais il investit aussi en obligations privées, en actions et dans l'immobilier. Ces placements se font à parts égales aux Etats-Unis, en Europe et en Asie-Pacifique (Demange 2009).

Chine

CIC (China Investment Corporation) est un fonds d'épargne doté de la personnalité morale, entièrement détenu par l'Etat et soumis au contrôle du ministère des Finances. Il fut créé en 2007 par un emprunt du ministère des Finances en bons spéciaux du Trésor pour financer l'acquisition de 200 milliards de réserves de change auprès de la banque centrale, qui ont tenu lieu de dotation initiale. Le fonds est censé accroître le rendement des réserves de change, lequel devrait atteindre l'objectif très ambitieux de 14% selon certaines estimations, afin de verser des dividendes au ministère des Finances, son actionnaire, pour couvrir les intérêts de cet emprunt.

Le fonds privilégie les investissements en Chine (90% de la dotation initiale), notamment dans le secteur financier, conformément à la volonté des autorités. En outre, il n'exerce pas un rôle actif dans les entreprises étrangères dont il acquiert une partie du capital afin de rassurer les pays accueillant ses investissements internationaux. CIC a concentré ces derniers dans les fonds de capital-investissement américains. La crise financière survenue peu après sa création a pu remettre en cause une telle stratégie critiquée pour sa spécialisation sectorielle et géographique (Marin, 2009 et Bertin-Delacour, 2009).

Les fonds souverains en Amérique du nord

Alaska

Un fonds d'épargne est créé en 1976, un fonds de stabilisation en 1990. Ses actifs gérés étaient d'environ 37 milliards de dollars en 2008.

Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

Le fonds d'épargne a des règles transparentes. Une obligation constitutionnelle impose qu'au moins 25% de certains revenus pétroliers (loyers des concessions, royalties, produit de la vente des patentes, bonus reçus par l'Etat d'Alaska) et du paiement des transferts de l'Etat fédéral soient versés au fonds. C'est donc une part importante des revenus pétroliers, qui est ainsi isolée du budget de l'Etat de l'Alaska. En revanche il existe une certaine flexibilité dans l'utilisation des ressources du fonds lui-même. Chaque année, le Parlement et le Gouverneur décident ou de distribuer à la population une partie des bénéfices du fonds, ou de les réinvestir pour compenser l'effet de l'inflation, ou de les allouer à l'augmentation du capital.

De 1982 à 1999, 42% des bénéfices du fonds (non pas des revenus pétroliers) furent distribués, le reste fut épargné pour les générations futures.

Mais le capital, en dehors des bénéfices, ne peut pas être distribué sans référendum.

Le fonds de stabilisation a pour unique objectif de lisser les recettes budgétaires à fortes variations saisonnières. Le Parlement limite chaque année le montant des prélèvements de l'Etat auprès du fonds. Mais ce plafond peut être révisé si besoin. Le fonds a pour inconvénient d'avoir ses ressources constituées d'autres revenus que ceux résultant directement de la vente du pétrole. Environ la moitié du fonds a servi à stabiliser les finances publiques mais il peut aussi répondre à d'autres objectifs de politique publique avec l'accord des $\frac{3}{4}$ des parlementaires dans chacune des chambres. En outre, le fonds ne comporte pas de dispositif incitant à l'épargne lorsque les cours du pétrole sont élevés.

Malgré ces inconvénients, les dépenses budgétaires n'ont pas épousé les évolutions des recettes durant les années 90.

ANNEXE 3

Analyse statistique des cours du nickel

L'analyse statistique montre que durant la période 1995 – 2011 le prix du nickel (en Logarithme) est stationnaire autour d'une tendance déterministe. Mais depuis les années 2000, il est stationnaire autour d'une constante. Toutefois celle-ci double si l'on omet les années 2000-2002. La période retenue est donc décisive, tant pour la tendance que la constante. Il est donc très délicat de déterminer une tendance et une composante cyclique du prix du nickel dans ces conditions.

La variable retenue est la moyenne mensuelle du prix de la livre de nickel en dollars américains au London Metal Exchange (source : Direction de l'Industrie, des Mines et de l'Energie, Nouvelle-Calédonie).

Période : janvier 1995 – juin 2011

Null Hypothesis: LOG(NKUSD) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.456352	0.3496
Test critical values:		
1% level	-4.005562	
5% level	-3.432917	
10% level	-3.140265	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LOG(NKUSD))
 Method: Least Squares
 Date: 10/24/11 Time: 17:07
 Sample (adjusted): 1995M03 2011M06
 Included observations: 196 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(NKUSD(-1))	-0.039036	0.015892	-2.456352	0.0149
D(LOG(NKUSD(-1)))	0.324103	0.067662	4.790002	0.0000
C	0.030291	0.017395	1.741418	0.0832
@TREND(1995M01)	0.000365	0.000172	2.128546	0.0346

R-squared	0.125659	Mean dependent var	0.004939
Adjusted R-squared	0.111997	S.D. dependent var	0.089788
S.E. of regression	0.084611	Akaike info criterion	-2.081318
Sum squared resid	1.374518	Schwarz criterion	-2.014418
Log likelihood	207.9692	F-statistic	9.197956
Durbin-Watson stat	2.031686	Prob(F-statistic)	0.000010

Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

Période : janvier 2000 – juin 2011

Null Hypothesis: LOG(NKUSD) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.067960	0.5586
Test critical values:		
1% level	-4.025924	
5% level	-3.442712	
10% level	-3.146022	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LOG(NKUSD))

Method: Least Squares

Date: 10/24/11 Time: 17:39

Sample: 2000M01 2011M06

Included observations: 138

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(NKUSD(-1))	-0.044069	0.021310	-2.067960	0.0406
D(LOG(NKUSD(-1)))	0.326793	0.081928	3.988792	0.0001
C	0.055816	0.028650	1.948174	0.0535
@TREND(2000M01)	0.000445	0.000305	1.457792	0.1472
R-squared	0.120535	Mean dependent var		0.007380
Adjusted R-squared	0.100846	S.D. dependent var		0.100073
S.E. of regression	0.094893	Akaike info criterion		-1.843567
Sum squared resid	1.206639	Schwarz criterion		-1.758719
Log likelihood	131.2061	F-statistic		6.121792
Durbin-Watson stat	2.019696	Prob(F-statistic)		0.000621

Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

Période : janvier 2003 – juin 2011

Null Hypothesis: LOG(NKUSD) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.169737	0.5008
Test critical values:		
1% level	-4.050509	
5% level	-3.454471	
10% level	-3.152909	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

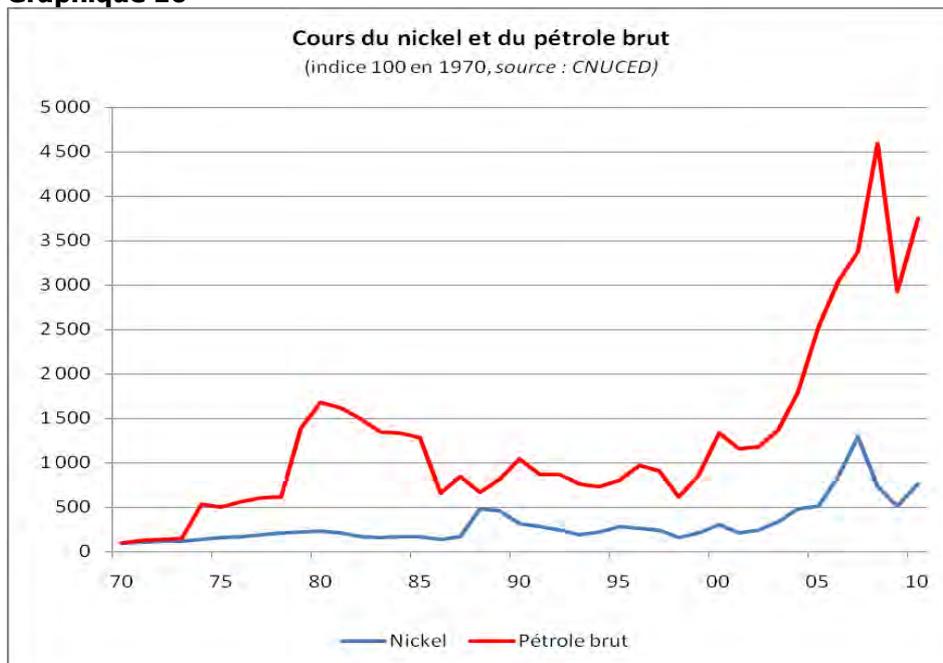
Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LOG(NKUSD))
 Method: Least Squares
 Date: 10/24/11 Time: 17:41
 Sample: 2003M01 2011M06
 Included observations: 102

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(NKUSD(-1))	-0.055792	0.025714	-2.169737	0.0324
D(LOG(NKUSD(-1)))	0.335624	0.094369	3.556496	0.0006
C	0.117563	0.048129	2.442672	0.0164
@TREND(2003M01)	0.000130	0.000394	0.330451	0.7418
R-squared	0.150018	Mean dependent var		0.011147
Adjusted R-squared	0.123998	S.D. dependent var		0.107817
S.E. of regression	0.100912	Akaike info criterion		-1.710716
Sum squared resid	0.997951	Schwarz criterion		-1.607776
Log likelihood	91.24651	F-statistic		5.765515
Durbin-Watson stat	1.995320	Prob(F-statistic)		0.001129

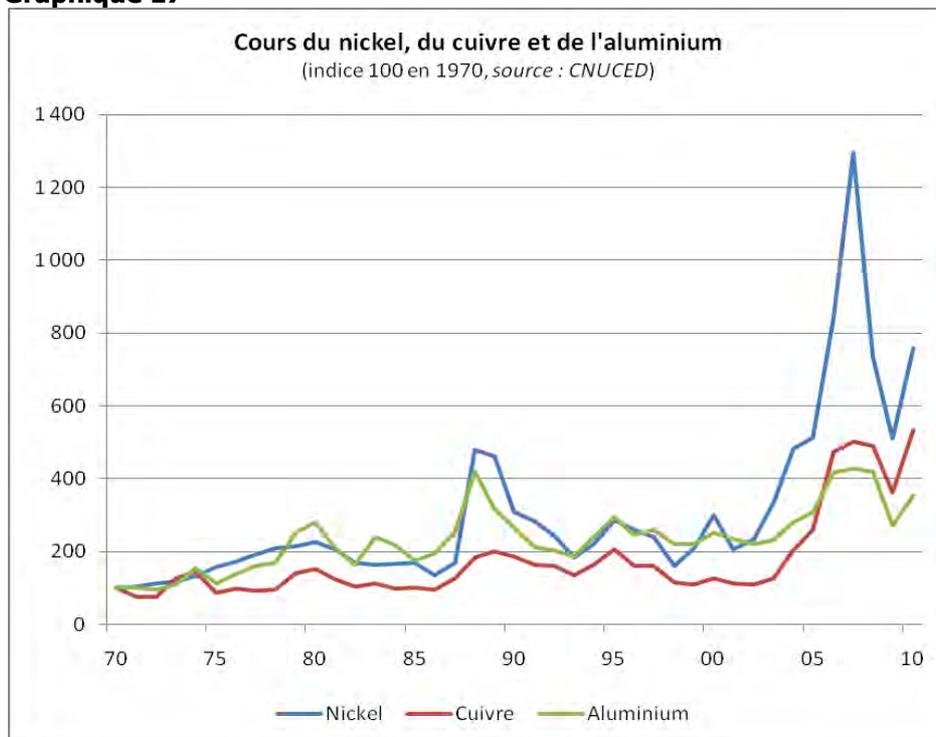
ANNEXE 4

Cours de quelques matières premières depuis 1970

Graphique 16



Graphique 17



Précisions sur les variables :

Nickel, Bourse des métaux de Londres, cours au comptant en dollars

Cuivre, grade A, barres à fils/cathodes, Bourse des métaux de Londres, cours au comptant en dollars

Aluminium, qualité supérieure, Bourse des métaux de Londres, cours au comptant en dollars

Pétrole brut, moyenne du Brent du Royaume-Uni (léger), Dubaï (moyen), Texas (lourd) (pondérations égales), dollars / baril

(Source : CNUCED)

ANNEXE 5

Hypothèses pour les projections à l'horizon 2015

Les exportations de nickel, supposées représenter une part inchangée de la production, sont déduites d'un doublement de la production à l'horizon de 2015. A partir des cours observés jusqu'en octobre 2011 et des prévisions établies par le FMI pour les prix des métaux, les cours du nickel sont supposés progresser de 7,5% en 2011, décliner de 3% en 2012 avant d'augmenter de 2% par la suite. Le taux de change du Franc Pacifique par rapport au dollar est stabilisé conformément aux prévisions du FMI¹⁸. Il est maintenu à son niveau moyen observé de janvier à octobre 2011. Enfin le PIB en valeur de la Nouvelle-Calédonie est supposé croître à un rythme tendanciel de 4,5% par an et la population de la Nouvelle-Calédonie en 2015 est celle extrapolée par l'ISEE.

La croissance des prix du nickel sur la période 2010-2015 tient très largement à l'évolution observée en 2010, non aux hypothèses faites pour les années suivantes.

Taux de croissance (en %)	2010	2011 - 2015	2010 – 2015 (*)
Prix du nickel (en \$)	48,8	10,7	64,7
Taux de change (\$ en F XPF)	3,5	-4,9	-1,7

(*) : la somme des taux de croissance de 2010 et de 2011-2015 n'est pas égale au taux de croissance de 2010-2015 ; cette addition est une approximation erronée quand les taux de croissance sont élevés.

La production de nickel est censée doubler d'ici 2015 mais le ratio des exportations de nickel par rapport au PIB ferait plus que doubler.

Ratio exportations de nickel / PIB (en %)

2009	2015	Ecart
10,2	26,9	16,7

Cet accroissement du ratio résulterait pour l'essentiel de la croissance des exportations, sous un effet volume certes prépondérant mais aussi sous un effet prix important. Mais ce dernier, déjà observé, serait concentré en 2010 compte tenu des hypothèses retenues.

Décomposition de l'accroissement du ratio exportations de nickel / PIB de 2009 à 2015 (*)

Effet exportations de nickel		Effet PIB en valeur	
Total	19,1	Total	-2,4
Volume	7,8	Volume	-1,3
Prix en \$	5,1	Déflateur	-1,0
Change	-0,1		

(*) : quand les taux de croissance sont élevés, ils ne peuvent s'additionner sans introduire un biais important si bien que l'effet total n'est pas nécessairement la somme de ses composantes.

¹⁸ FMI, *World Economic Outlook*, septembre 2011.

Le calcul des effets est obtenu à partir de la relation suivante :

$$\left(\frac{X}{Y}\right)_{2015} - \left(\frac{X}{Y}\right)_{2009} = \frac{X_{2009}}{Y_{2015}} (\dot{X} - \dot{Y})$$

X exportations de nickel en valeur

Y PIB en valeur

\dot{X} et \dot{Y} taux de croissance respectifs de X et Y de 2009 à 2015.

La variation du ratio résulte de l'écart entre les taux de croissance des exportations de nickel et du PIB, mais à un coefficient près.

L'indice de Krugman

L'indice de Krugman permet d'apprécier la spécificité des activités économiques d'une zone. Il représente la différence entre la répartition sectorielle de l'emploi de l'entité géographique étudiée et celle des autres entités du territoire de référence. Cet indice est donc la somme des écarts en valeur absolue entre la structure industrielle de l'entité géographique et celle du reste du territoire de référence.

En conséquence, on obtient un indice synthétique de la spécificité de l'entité par rapport au reste du territoire. L'indice de Krugman est compris entre zéro et un. S'il est nul, l'entité ressemble parfaitement au reste du territoire : elle n'a aucune spécificité, reflétant parfaitement la structure sectorielle de ce territoire. En revanche, si l'entité géographique est entièrement spécialisée dans des activités que l'on ne retrouve pas ailleurs, cet indice sera égal à l'unité et on aura une entité parfaitement spécifique.

Ici, le territoire de référence est l'ensemble constitué de la Guadeloupe, de la Martinique, de la Guyane, de La Réunion, de la Polynésie française et de la Nouvelle-Calédonie.

Bibliographie

- Aghion Philippe, Bacchetta Phillipe, Rancière Romain, Rogoff Kenneth (2006), "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth : The Role of Financial Development", *NBER Working Paper*, n°12117, mai
- Aizenman Joshua, Glick Reuven (2008), "Sovereign Wealth Funds : Stylized Facts about their Determinants and Governance", *Working Paper* n°2008-33, Federal Reserve Bank of San Francisco, décembre
- Aizenman Joshua, Riera-Crichton Daniel (2006), "Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration", *NBER Working Paper*, n°12363
- Asfaha Samuel (2007), « National Revenue Funds : Their Efficacy for Fiscal Stability and Intergenerational Equity », *International Institute for Sustainable Development*, août
- Auty Richard (2001), *Resource Abundance and Economic Development*, Oxford University Press
- Bertin-Delacour Caroline (2009), "Les fonds souverains, ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale", Eyrolles Ed. et Les Echos Editions
- Brunnschweiler C.N., Bulte Erwin H. (2008), "Linking Resources to Slow Growth and More Conflict", *Science*, Vol.320, n°5876, pp 616-617
- Bulte Erwin H., Damania Richard., Deacon Robert T. (2005), "Resource Intensity, Institutions, and Development", *World Development*, Vol. 33, n°7, pp 1029-1044, avril
- Cantuarias-Villessuzanne C., Point Patrick (2009), « Ce n'est pas le Pérou, c'est la malédiction des ressources naturelles », 3èmes Journées du Développement du GRES, juin
- Cavalcanti Tiago V., Mohaddes Kamiar, Raissi Mehdi (2011), "Commodity Price Volatility and the Sources of Growth", *Second Environmental Economics Research Competition for MENA*, Economic Research Forum, février
- Chambre Territoriale des Comptes de Nouvelle-Calédonie (2008), Rapport d'observations définitives établi à la suite de l'examen de la gestion des recettes fiscales et douanières de la Nouvelle-Calédonie, 13 novembre 2008
- Chevrier Clélia (2009), « Les fonds souverains en Russie », *Revue d'économie financière*, numéro spécial
- Collier Paul, Gunning Jen W. (1999), "Why Has Africa Grown Slowly", *Journal of Economic Perspectives*, vol.13, n°3, p. 3-22
- Crain M. Devlin J, "Nonrenewable Resource Funds : A Red Herring for Fiscal Stability ?", *Draft Working Paper*, Banque Mondiale, Washington D.C., 2002
- Daban Teresa, Helis Jean-Luc (2010), "A Public Financial Management Framework for Resource Producing Countries", *IMF Working Paper*, n°72, FMI, mars
- Das Udaibir S., Lu Yinqiu, Mulder Christian, Sy Amadou (2009), "Setting up a Sovereign Wealth Fund : Some Policy and Operational Considerations", *IMF Working Paper*, n°179, FMI, août
- Davis Graham (1995), "Learning to love the Dutch disease : evidence from mineral economics", *World Development*, n°23, p. 1765-1779
- Davis Jeffrey R., Ossowski Rolando, Daniel James, Barnett Steven (2001), "Stabilization and Saving Funds for Nonrenewable Resources", *IMF Occasional Paper*, n°205, FMI, avril
- Deaton Angus S. (1993), "Commodity prices, stabilization, and growth in Africa", *Research Program in Development Studies*, Draft, Princeton University and Institute for Policy Reform, avril
- Dehn Jan (2000), « The Effects on Growth of Commodity Price Uncertainty and Shocks », *Policy Research Working Paper*, n° 2455, Banque Mondiale, septembre
- Demange Jean-Marie (2009), « Les Fonds souverains : état des lieux dans le sud-est asiatique », *Revue d'économie financière*, numéro spécial
- Dixon Adam, Monk Ashby H.B. (2010), "Rethinking the Sovereign in Sovereign Wealth Funds", *Working Paper Series*, Social Science Research Network, août
- Fasano Ugo (2000), « Review of the Experience with Oil Stabilization and Savings Funds in Selected Countries », *IMF Working Paper*, n°112, FMI, juin
- FMI (2007), "The Role of Fiscal Institutions in Managing the Oil Revenue Boom", mars
- FMI (2008), "Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda", février
- Frankel Jeffrey (2010), « The Natural Resource Curse : A Survey », *Research Working Paper*, n°10-005, Harvard Kennedy School, février
- Gelb Alan (1985), « Are oil windfalls a blessing or a curse? Policy exercises with an Indonesian-like model », *Discussion Paper*, Banque mondiale
- Gelb Alan (1988), "Oil Windfalls : Blessing or Curse?", *World Bank Research Publication*, Banque Mondiale

Etude sur la création d'un fonds souverain en Nouvelle-Calédonie

- Griffith-Jones Stephany, Ocampo José Antonio (2008), "Sovereign Wealth Funds : A Developing Country Perspective", Paper for the workshop on Sovereign Wealth Funds organized by the Andean Development Corporation, London, février
- Hammer Cornelia, Kunzel Peter, Petrova Iva (2008), "Sovereign Wealth Funds : Current Institutional and Operational Practices", *IMF Working Paper*, n°254, FMI, novembre
- Hausmann Ricardo, Hwang Jason, Rodrik Dani (2007), "What You Export Matters", *Journal of Economic Growth*, vol. 12, n°1, p. 1-25, mars
- Haut-Commissariat de la République en Nouvelle-Calédonie, Gouvernement de la Nouvelle-Calédonie (2009), *Nouvelle-Calédonie 2025, Schéma d'Aménagement et de Développement de la Nouvelle-Calédonie*, décembre
- Humphreys Macartan, Sandbu Martin E. (2007), "Should you establish natural resource funds?" in *Escaping the Resource Curse*, Humphreys M, Sachs J. Stiglitz J., New York, Columbia University Press
- Kunzel Peter, Lu Yinqiu, Petrova Iva, Pihlman Jukka (2011), "Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds – A Shifting Paradigm", *IMF Working Paper*, n°19, FMI, janvier
- Jones Luong Pauline, Weinthal Erika (2006), "Rethinking the Resource Curse : Ownership Structure, Institutional Capacity, and Domestic Constraints", *Annual Review of Political Science*, vol. 9, p.241-263, juin
- Le Borgne Eric, Medas Paulo (2007), «Sovereign Wealth Funds in the Pacific Island Countries : Macro-Fiscal Linkages », *IMF Working Paper*, n°297, FMI, décembre
- Lederman Daniel, Maloney William (2003), "Trade Structure and growth", *World Bank Policy Research Working Paper*, n°3025, Banque Mondiale
- Leite Carlos, Weidman Jens (1999), « Does Moher Nature Corrupt – Natural Resources, Corruption, and Economic Growth », *Working Paper*, n°85, juillet
- Marin Yann (2009), « Fonds souverains chinois : état des lieux », *Revue d'économie financière*, numéro spécial
- Matsuyama Kiminori (1992), "Agricultural Productivity, Comparative Advantage and Economic Growth", *Journal of Economic Theory*, 58, p. 317-334
- Mourlevat Pierre (2009), « Les fonds souverains au Moyen-Orient », *Revue d'économie financière*, numéro spécial
- Philippot Louis-Marie (2009), « Rente naturelle et Institutions. Les Ressources Naturelles : Une « Malédiction Institutionnelle » ? », *Etudes et Documents*, E 2009.27, CERDI, septembre
- Sachs Jeffrey D., Warner Andrew M. (1995), "Natural Resource Abundance and Economic Growth", *NBER Working Paper*, n°5398, décembre
- Sala-I-Martin Xavier, Subramanian Arvind (2003), "Addressing the Natural Resource Curse : An Illustration from Nigeria", *IMF Working Paper*, n°139, FMI, juillet
- Sénat (2005), *La défiscalisation des usines de traitement du nickel en Nouvelle-Calédonie, Rapport d'information* de M. Henri Torre, fait au nom de la Commission des Finances, n°7, 5 octobre 2005
- Sénat (2011), *Nickel en Nouvelle-Calédonie : tirer les leçons d'une défiscalisation réussie*, Rapport d'information de M. Eric Doligé, fait au nom de la Commission des Finances, n°368, 23 mars 2011
- Stevens Paul, Mitchell John V. (2008), "Resource Depletion, Dependence and Development : Can Theory help ?", Chatham House
- Torvik Ragnar (2001), "Learning by doing and the Dutch Disease", *European Economic Review*, 45, p.285-306
- UNCTAD (2006), "Boosting Africa's Growth through Re-injecting "Surplus" Oil Revenue", An alternative to the traditional advice to save and stabilize", Report by the UNCTAD secretariat, United Nations Conference on Trade and Development, juillet